وزارة التعلـيم العالـي و البحـ ـث العلمـي

جامعة التكويـن المتواصـل

--***--

نيابة رئاسة الجامعة للدراسات و البيداغوجية
نيابة مديرية التعليم عن بعد
فرع : قانون الأعمال
السنة الثالثة : **الإرسال الأول**

الدكتور: بوارس أحمد

دروس في مقياس
"الأسواق المالية "

2006/2005

الـفـصـل الأول
مـصـادر الـتـمـويـل

تمهـيد

يقصد بمصادر التمويل تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على أموال بهدف تمويل استثماراتها أو عملياتها الاستغلالية . ومن هنا فهي تتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم بميزانية المنشأة ، سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أو متوسطة أو قصيرة الأجل ، وهو ما يطلـق عليه مصطلح الهيكل المالي Financial Structure . ومن هنا فإن هـذا المـصطلح يختلف عن مفهـوم هيكل رأس المال Capital Structure والذي يشتمل فقط على مصادر التمويل طويل الأجـل .

1- التمـويـل قصيـر الأجـل

يحتل التمويل قصير الأجل أهمية بالغة ضمن الهيكل المالي لأي منشأة أعمال ، وذلك لكونه عادة ما يستخدم لمواجهة النفقات المتعلقة أساسا بالتشغيل العادي للطاقات الإنتاجية للمنشأة ، وذلك بغرض الاستفادة وتحقيق التوازن المالي في أبعد حدوده .

أما بالنسبة إلى مفهوم وتعريف التمويل قصير الأجل Short-term Financing فقد شهد عدة تعاريف مختلفة ومتعـددة ؛ فهناك من يقصـد بالتمويل قصير الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المنشأة مـن الغير ، وتلتزم بردها خلال فترة لا تزيد عادة عن عام ، وهناك من يرى بأنه يمثل تلك الأموال التي يمكن رصدها من أجل مواجهة النفقات التي تتعلق بالتشغيل الجاري للطاقات الإنتاجية للمنشأة . تعريف آخر يرى في التمويل قصير الأجل مجموعة القروض التي تستخدمها المنشأة من أجل تمويل احتياجاتها المؤقتة في الأصول المتداولة .

وبصورة عامة ومهما اختلفت التعاريف فإنه يمكن تصور تعريف بسيط مستمد من التعاريف السابقة ، حيث يمكن النظر إلى التمويل قصير الأجل على أنه مجموعة الأموال المستخدمة من قبل المنشأة من أجل تمويل احتياجاتها الجارية والتي لا تتعدى عادة السنة المالية الواحدة ، والمتمثلة في الأصول المتداولة ، وذلك بالرغم من أن مدته قد تصل إلى السنتين في بعض الحالات .

وهناك مسألتين هامتين تشغلان بال الإدارة المالية بشـأن التمويل قصـير الأجل ؛ المسألـة الأولى تتعلق بالمـدى الـذي يمكن أن تذهب إلـيه المنشأة في الاعتماد على هذا النوع من التمويـل ، أما المسألـة الثانية فتتعلق بكيفـية المفاضلة بـين المصادر المتاحة منه .

فبالنسبة للمسألة الأولى فإن الأمر يتوقف على هيكل أصول المنشأة كما يتوقف على مدى ميل الإدارة لتحمل المخاطر . أما بالنسبة للمسألة الثانية والخاصة بكيفية المفاضلة بين مصادر التمويل قصير الأجل ، فإنه يمكن القول بأن هناك عاملين رئيسين يجب أخذهما بعين الاعتبار هما : التكلفة أي الأعباء

التي تتحملها المنشأة ، ودرجة إتاحة المصدر أي مدى إمكانية الاعتماد على المصدر في تزويد المنشأة بالاحتياجات المطلوبة في الوقت الذي تظهر فيه هذه الاحتياجات .

أما بالنسبة إلى أنـواع التمويل قصـير الأجل فيمكن تقسيمها أو ترتيبها كما يلي ؛ الائتمان التجاري ، الائتمان المصرفي ، التمويل عن طريق المستحقات .

1-1- الائتمـان التـجـاري

يمكن تعريف الائتمان التجاري Trade Credit بأنه نوع من التمويل قصير الأجل تحصل عليه المنشأة من الموردين ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية] هندي ، 1999 ، ص 532 [. وهناك من يرى فيه بأنه ذلك الائتمان الناشئ عن العمليات الجارية التي تقوم بها المنشأة ، والمتمثل في الفترة الفاصلة بين تاريخ شراء البضاعة أو المواد الأولية وبين تاريخ تسديد قيمة هذه المشتريات ، حيث يتسنى للمنشأة خلال هذه الفترة الاستفادة من تلك الأموال التي احتفظت بها ، خاصة إذا لم يترتب عن ذلك تكلفة [حنفي ، 2001 ، ص 423] .

وتعتمـد المنشآت على هذا المصدر في التمويـل بدرجة أكبر من اعتمادها على الائتمان المصرفي ، وقد يعتبر المصدر الوحيد - قصير الأجل - المتاح لبعض المنشآت . هذا ويطلق على الائتمان التجاري الائتمان التلقائي نظرا لأنه عادة ما يزيد وينقص مع التقلبات في حجم النشاط ، أي أنه عادة ما يـكون متاح بالقدر الملائـم وفي الوقت المناسب . وتعد هذه واحدة من أهم مزايا الائتمان التجاري ، يضاف إليها أنه يتم دون إجراءات أو تعهدات رسمية .

أما بالنسبة لتكلفة هذا النوع من التمويل فإنها تعتمد على شروط الموردين . ففي غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري في حكم التمويل المجاني ، غير أنه قد يتحول إلى تمويل مكلف للغاية إذا لم تحسن المنشأة استخدامه . فعدم قيام المنشأة بسداد مستحقات الموردين في الوقت المناسب ، قد يترتب عليه الإساءة إلى سمعتها في السوق بشكل قد يصعب معه الحصول على احتياجاتها بشروط معقولة ، وهذا الأمر إذا طال أمده قد يفقد المنشأة مركزها التنافسي بل وقد يخرجها كلية من السوق . أما إذا كان الموردون يقدمون خصما نقديا لعملائهم ، فإن تكلفـة الائتمان التجاري سوف تتوقـف على مـا إذا كانـت المنشأة سوف تستفيد من هذا الخصم أم لا . بعبارة أكثر تحديدا ، يعتبر الائتمان التجاري مجاني في حالة قيام المنشأة بسداد قيمة الفواتير خلال فترة الخصم ، بينما يعتبر غير مجاني إذا تم السداد بعد انقضاء فترة الخصم .

ومما يذكر في هذا الصدد فإن فشل المنشأة في الاستفادة من الخصم النقدي يعتبر مكلفا . وذلك لأن هذا الفشل في الاستفادة من الخصم النقدي يعد مؤشرا لضعف مركز المنشأة من حيث السيولة ، وهو أمر قد يترك انطباعا غير مرضيا لدى أولاءك الذين يقدمون لها ائتمانا قصير الأجـل .

1-2- الائتمـان المصـرفـي

يقصد بالائتمان المصرفي Short-term Bank Loans القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المنشأة من البنوك بغرض تمويل التكاليف العدية والمتجددة للإنتاج ومتطلبات الصندوق والتي تستحق عادة عندما تحصل المنشأة على عوائد مبيعات منتجاتها . ويأتي هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري وذلك من حيث درجة اعتماد المنشأة عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل . ويتميز الائتمان المصرفي بأنه أقل تكلفـة من الائتمـان التجـاري في الحالات التي تفشل فيها المنشـأة في الاستفادة من الخصم النقدي ، كما يعتبر مصـدر لتمويـل الأصول الدائمة للمنشآت التي تعاني صعوبات في تمويـل تلك الأصـول من مصادر طويلة الأجـل . يضاف إلى ذلك أنه أكثر مرونة من الائتمان التجـاري ، إذ أنه يأتي في صورة نقدية وليس في صورة بضاعة ، غير أنه أقل مرونة منه في ناحية أخرى ، ذلك أنه لا يعتبر تلقائيا مع تغير حجم النشـاط .

هذا وقد يأخذ الائتمان المصرفي إحدى الصورتين : الصورة الأولى مبلغ إجمالي تحصل عليه المنشأة مرة واحدة ، على أن تقوم بالوفـاء بقيمة الائتمان والفوائد في التواريخ المتفق عليها . أما الصـورة الثانية فهي مبلغ إجمالي يمثل حـد أقصى لما يمكن أن تحصـل عليه المنشأة خـلال فترة متفق عليها Line of Credit على أن يكون لها الحق في الحصول على المبلغ كله مرة واحدة أو على دفعات . وكقاعدة عامة يمكن للمنشأة الحصول على دفعات متعاقبة من القروض حتى تصل جملة الأموال المقترضة إلى الحد الأقصى المتفق عليه ، وعندئذ لا يمكنها الحصول على أية قروض إضافية . هذا بالإضافة إلى وجود صور أخرى للائتمان المصرفي يمكن إيجازها فيما يلي :

أ – الخصم التجاري : هو شكل من أشكال القروض قصيرة الأجل التي يمنحها البنك التجاري لزبائنه عموما والمنشآت الاقتصادية خصوصا ، والمتمثل في قيام البنك بشراء الورقة التجارية عن حاملها قبل تاريخ الاستحقاق ، ومن ثم فهو يحل محل الدائن في تحصيل قيمتها عند هذا التاريخ . بمعنى آخر يقوم البنك بتقديم سيولة آنية لحامل الورقة التجارية قبل موعد استحقاقها مقابل عمولة يتحصل عليها ، ويتولى هو تحصيل قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها .

ب – تسبيقات على الحساب الجاري : ويمكن أن يأخذ هذا النوع من الإجراءات صورتين ؛ الحساب الجاري البنكي ، والسحب على المكشوف .

- **الحساب الجاري للمنشأة لدى البنك** : تتمثل هذه الوضعية في قيام البنك بالسماح للمنشأة صاحبة الحسـاب الجاري بتجاوز رصيدها الدائـن لدى البنك إلى حـد متفق عليه دون أن يرتب ذلك على المنشأة أضـرارا ، أي أن رصيد المنشأة لدى البنك ممكن أن يكون دائنا وممكن أن يـكون

مدينا إلى حـد معين ، وذلك بخلاف الرصيد الجاري البريدي مثلا الذي لا يمكن أن يكون في أي حال من الأحوال رصيد مدين (لدى البريد) .

- **السحب على المكشوف** : وهي طريقة تمويلية يمنحها البنك للمنشأة التي عادة ما تكون من عملائه الدائمين ، يسمح من خلالها لهذه المنشأة القيام باستخدام أموال أكبر مما هو مجود برصيدها لدى البنك . بعبارة أخرى أن يصبح رصيدها لدى البنك مدينا لمدة زمنية متفق عليها عادة ما تتراوح بين 15 يوما وسنة . ويستعمل السحب على المكشوف لتمويل نشاط المنشأة وللاستفادة من بعض الظروف الاقتصادية التي قد يتيحها السوق كشراء بعض السلع بكميات كبيرة نتيجة لانخفاض سعرها في السوق ...

ج – تسهيلات الصندوق : عبارة عن قروض تمنح من قبل البنك للمنشآت التي تعاني من صعوبات في السيولة المؤقتة أو القصيرة جدا والتي ممكن أن تنتج عن تأخر الإيرادات عن النفقات أو المدفوعات . ومن هنا يمكن القول أن هدف هذه التسهيلات هو تغطية الرصيد المدين إلى حين أقرب فرصة تتم فيها عملية التحصيل لصالح المنشأة ، حيث يتم اقتطاع مبلغ القرض (مبلغ التسهيلات) . وعادة ما يلجأ إلى هذه التسهيلات في نهاية الشهر أين تكثر وتتعدد مدفوعات المنشأة مثل أجور العاملين ، تسديد بعض المصاريف والفواتير ...

د – قـروض موسمية : وهي عبارة عن قـروض تتحصل عليها المنشأة من البنك في بعـض المواسم التي تزيـد فيها احتياجاتها للتمويل المؤقت ، نظرا لزيـادة الطلب مثلا على منتجاتها وإلزامية الإنتاج بكمية أكبر .

هـ - الاعتمادات المستندية : وتستعمل في مجال تمويل العمليات التي تقوم بها المنشأة مع الخارج على المدى القصير ، وهي مرتبطة أساسا بشراء المواد الأولية الضرورية للعملية الإنتاجية من مورد خارج الوطن ، ويكون البنك هنا بمثابة الوسيط بين المنشأة والمورد .

وعادة ما تضع البنوك شروط على الائتمان المصرفي بشكل قد يجعله غير متاح للمنشـآت صغيرة الحجم ، والمنشآت التي هي في بداية عهدها بالنشاط الذي تتعامل فيه ، والمنشآت التي لا تتميز بمركز مالي قوي . فقد تطلب البنـوك من مثل هذه المنشآت تقديـم ضمانات ، وتختلـف الضمانات المطلوبـة باختـلاف وضعية المنشـأة اتجاه البنك ، فقد تـكون مثلا قـيم منقولـة كالأوراق الماليـة أو التجاريـة ، أو تكون عبـارة عن عقارات أو جزء من المخـزون . كما قد تطلـب توقـيع طرف ثالث كضامن للتعاقد ، أو تطلب سـداد الفائدة مقدما مع سـداد قيمة القرض على دفعـات . هذا بالإضافـة إلى شـروط أخـرى أساسـية - قد تطلب من كافة المنشآت - كشرط احتفـاظ المنشـأة

برصيد معـوض Compensating Balance وبالطبع تؤثر هذه الشروط على تكلفة الأموال التي تحصل عليها المنشأة من هذا المصدر .

تتمثل تكلفة الائتمان المصرفي في الفائدة التي تدفعها المنشأة والتي عادة ما تكون في صورة نسبة مئوية من قيمة القرض . ويمكن أن نطلق على هذه التكلفة اسم التكلفة الاسمية ، تمييزا لها عن التكلفة الفعلية التي تتوقف على شروط الاتفاق بين البنك وبين المنشأة ، كما تتوقف على معدل الضريبة التي تخضع له أرباح المنشأة . وبالنسبة لشروط الاتفاق فهناك عدد من الاحتمالات بشأنها من أهمها :

(أ) أن يطلب البنك من المنشأة الاحتفاظ برصيد معوض .

(ب) أن يطلب البنك من المنشأة سداد الفائدة مقدما .

(جـ) أن يطلب البنك من المنشأة سداد القرض على دفعات .

1-3- التمويـل عن طريـق المستحـقات :

يتمثل التمويل عن طريق المستحقات في تلك المستحقات الإلزامية الناتجة عن الخدمات التي تحصلت عليها المنشأة والتي لم يتم سداد تكلفتها . وعادة ما تتمثل هذه المستحقات في مبالغ الضرائب المستحقة ، إقتطاعات الضمان الاجتماعي ، بعض الأجور المستحقة ،،،

وعادة ما تلجأ منشآت الأعمال إلى هذا النوع من التمويلات لأنها تعتبر مجانية وليس لها تكلفة . حيث أن أجور العاملين عادة ما تدفع في نهاية كل شهر ، واحتفاظ المنشأة بهذه الأجور لمدة أخرى بعد نهاية الشهر من شأنه أن يتيح لها قدرة تمويلية بقيمة هذه الأجور . نفس الشيء يمكن تطبيقه على المستحقات الأخرى مثل الضرائب أو الإقتطاعات الاجتماعية . وبالرغم من إتاحة هذا المصدر إلا أنه من الأفضل عدم تمادي المنشأة في استعماله لما قد يسببه من عدم رضى لدى العاملين .

2- التمـويـل متـوسـط الأجـل

يقصد بالتمويل متوسط الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المنشأة من باقي المتعاملين الاقتصاديين ، سـواء في صورة أموال نقديـة أو أصول ، والتي عادة ما تكون مدة استحقاقها تتـراوح بين 2 إلى 7 سنوات . وعادة ما تكون هذه القروض موجهة لشراء وسائل الإنتاج المختلفة ، أي أنها وسيلة من وسائل تمويـل الاستثمار التشغيلي للمنشأة ، حيـث ينتظر استخدام الربحية المنتظرة من ورائه في تسديده . أما من وجهة نظر البنك فإنه يكون والحالة هذه معرض لخطر تجميد أمواله لفترة زمنية معينة وبالتالي يواجه احتمال عدم السداد من طرف المنشأة المقترضة . ولهذا ظهرت هناك بنوك متخصصة في ذلك . وبصورة عامة يمكن أن يأخذ هذا النوع من التمويل إحدى الصورتين :

- **القروض القابلة للتعبئة** : وهي القروض التي يمنحها البنك إلى منشآت الأعمال وتكون له فيها فرصة إعادة خصمها لدى بنك تجاري آخر أو لدى البنك المركزي . وعليه يستطيع البنك المصدر لهذا النوع من القروض الحصول على سيولة في الوقت الذي يحتاج فيه إليها ، ويتولى البنك الآخر عملية تحصيل هذه القروض في تاريخ استحقاقها .

- **القروض غير القابلة للتعبئة** : في هذا النوع من القروض لا يتوفر البنك على إمكانية الحصول على سيولة سريعة قبل موعد الاستحقاق عن طريق خصم هذه القروض ، بل هو مجبر على الانتظار حتى قيام المنشأة (أو المقترض) بسداد القرض ، مما يعرضه إلى مخاطر عدم الوفاء .

وبصورة عامة يمكن تقسيم مصادر التمويل متوسط الأجل إلى الأنواع التالية :

2-1- قـروض المـدة Term Loans

تتميز قروض المدة Term Loans بآجالها المتوسطة والتي تستحق خلال فترات زمنية تتراوح عادة ما بين 3 إلى 7 سنوات ، مما يعطي المقترض الاطمئنان بتوفر التمويل ويقلل من أخطار إعادة تمويل أو تجديـد القروض القصيرة الأجـل . ذلك لأن درجات المخاطـرة في الاقـتراض القصير الأجل تكون عالـية بالنسبة للشركة المقترضة . فإذا أستحق قرض قصـير الأجـل وما زالت الشركة بحاجة إلى الأموال ، فإنه يوجـد دوما احتمال بأن لا يوافق البنك على تجديد القرض ، أو أن يجدد القرض بمعـدل فائدة مرتفع وشروط أخرى غير مناسبة بسبب تغـير في أوضاع سوق النقد أو في أوضاع الشركة (تدنى ترتيبها الائتماني) .

ويمكـن الحصـول على مثل هذه القروض من البنوك التجارية بصورة عامة ، أو البنوك المتخصصة . و يكون معدل الفائدة على قروض المدة أعلى من مثيله على القروض القصيرة الأجل لتعويض المؤسسة التمويلية على تخليها على أموالها لفترة زمنية أطول . ويتحدد معدل الفائدة على القرض على مستوى أسعار الفائدة في السوق ، حجم القرض ، تاريخ استحقاقه ، والأهلية الائتمانية للشركة المقترضة . فعندما تكون أسعار الفائدة في السوق مرتفعة ، أو تاريخ استحقاق القرض أبعد في المستقبل ، أو الترتيب الائتماني للشركة متدني ، فإن معدل الفائدة على القرض يكون عاليا ، والعكس صحيح . كذلك فإن معـدل الفائدة على قرض المدة يكون أقل نسبيـا إذا كانت قيمة القرض كبيرة مما لو كانت قيمته صغيرة . والسبب في ذلك أن التكاليف الثابتة للتحقق من العميل وفتح حسابات وإدارة القرض لا تختلف باختلاف حجم القرض .

وتسدد قروض المدة عادة على أقساط دورية متساويـة Equal Periodic Installments ، إلا أنه قد لا تكون أقساط التسديد هذه متساوية ، أو تكون متساوية باستثناء آخر دفعة التي تكون أكبر من سابقتها . ويكون الدفع بحسب جدول تسديد للقرض يتم الاتفاق عليه بحيث يتناسب مع التدفقات النقدية للمنشأة . أي

أن القرض يتم تسديده من التدفقات النقدية الناتجة عن الأصل الذي موله البنك ، وبحد أدنى من الضغط على سيولة المنشأة [الميداني ، 1993 ، ص 472-473] .

1-1-2 جـدول تسـديـد الـقـرض Loan Repayment Schedule

يتطلـب قـرض المـدة عادة أن يتم تسديـد أصل قيمـة القـرض خـلال الفـترة الزمنـية للقـرض . أي أنه يتوجـب على الشـركة المقـترضـة تسديـد القرض على أقسـاط عوضـا عن دفعة واحدة Lump Sum عند الاستحقاق . وتمتـاز طريقـة الأقساط في التسديـد بتخفيض الخطـر على كل من الدائـن والمدين من حيث تخفيـف عبء الدفعـات على المقـترض ، والتأكـد من أن أمـوال القـرض لن تصبـح جـزءا من رأس المال الدائم للشركـة المقترضة ، كما تؤمـن للجهة المقرضـة استرجاع أموال القـرض تدريجيا [حنفي ، 2000 ، ص 457] .

أما كيفية إعداد جدول تسديد القرض ، فتعتمد على قيمة الدفعة الواحدة . وتعتمد هذه بدورها على العوامل الآتية : قيمة القرض ، المدة الزمنية للقرض ، معـدل الفائدة ، وعدد الدفعات . وتحسب قيمة الدفعة باستعمال القيمة الحالية السنوية . والعلاقة المطلوبة هي أن قيمة أصل القرض (أو القيمة الحالية للقـرض V_0) تساوي إلى الدفعـة الدوريـة R التي يجب تحديدهـا مضروبـة بعامل الفائـدة للقيمة الحالـية السنوية بمعدل فائـدة القرض وفترته الزمنية ويرمـز إليها بـ $\left(PVIFA_{i,n}\right)$ ، و ذلك كما يلي [الميداني ، 1993 ، ص 473] :

$$V_0 = R\left(PVIFA_{i,n}\right) \qquad (1 - 1)$$

و بحل المعادلة للحصول على قيمة R ينتج :

$$R = \frac{V_0}{PVIFA_{i,n}} \qquad (2 - 1)$$

و بتحديد قيمة الدفعة الواحدة يمكن إعداد جدول تسديد القرض .

2-1-2- بنـود الحمـايـة في اتفـاقـية الـقـرض

تتضمن اتفاقية قرض المدة عادة بنود حماية Protective Covenants للحفاظ على حقوق البنك المقرض . و لعل أهم هذه البنود هي تلك التي تضع قيودا على حرية إدارة الشركة في اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل وتدعى البنود المقيدة Restrictive Covenants . وقد تشمل هذه القيود حدود لمستوى رأس المال العامل ، حدود للإنفاقات الرأسمالية الجديدة ، حدود لمدى الاقتراض الجديد أو الدخول في عقود استئجار ، وحدود لتوزيع الأرباح على المساهمين [الميداني ، 1993 ، ص 475-476] .

توضـع القيود على الرأسمال العامل بإلزام الشركة بالمحافظة على نسبة معينة للموجودات المتداولة إلى الموجودات الثابتـة أو بالمحافظة على قيمة محددة لرأس المال العامل . والهدف من وراء

ذلك هو التأكد من أن الشركة ستحافظ على مستوى سيولة مناسب يمكنها من الاستمرار في عملياتها خلال فترة القرض .

أما القيود على الاستثمارات الرأسمالية فتأخذ شكل تحديد لحجم الأموال التي تستطيع الشركة إنفاقها على عقارات ومعامل وتجهيزات خلال فترة القرض . وتحدد هذه الإنفاقات عادة بما تستطيع الشركة أن تحصله من أموال ناتجة عن إهتلاك موجوداتها الثابتة . وتهدف الجهة المقرضة من وراء تقييد الاستثمارات الرأسمالية إلى المحافظة على بنية موجودات الشركة من حيث نسبة الموجودات المتداولـة إلى الموجودات الثابتة وبالتالي سيولة الشركة ، ومن حيث إبقاء الشركة في خط عملها الأساسي بخطر الأعمال المعروف ، دون المساس بإنتاجية الموجودات الثابتة التي تسمـح باستعمال أموال الإهتلاك لتجديدها .

وتأخذ القيود على حرية الشركة في الاقتراض أو الاستئجار شكل الحظر على الشركة أن تأخذ أية قروض أخرى طويلة أو متوسطة الأجل ، أو أن توقع عقود استئجار معدات أو عقارات خلال فترة القرض . والسبب في ذلك أن البنك المقرض لا يرغب برؤية دائنين جدد يضافون إلى مجموعة دائني الشركة ، لأن ذلك يهدد حقوقه مع الشركة إذ يعطي جهات أخرى حقوق أولوية على أرباح الشركة والقيمة التصفوية لموجوداتها .

وأخيرا قد تضع الجهة المقرضة قيودا على توزيع الأرباح على المساهمين . ويأخذ هذا القيد عادة شكل عدم السماح للشركة بتوزيع أرباح تتجاوز قيمتها آخر أرباح موزعة بالسهم دفعتها قبل الحصول على القرض . ويرمي هذا الإجراء إلى دفع الشركة لاحتجاز نسبة أعلى من أرباحها الصافيـة (إذا ازدادت هذه الأرباح) . وبالتالي زيـادة قيمة حساب حقوق المساهمين . وتحقق الجهة المقرضة من ذلك هدفين هما زيـادة حقوق المساهمـين الذي يعطي المقـرض هامش آمـان Safety Margin أوسـع ، وزيادة سيولـة الشركـة .

بالإضافة إلى بنود الحماية ، هناك بنود عادية Routine Provisions يتطلبها البنك التجـاري . تشمل هذه البنود إلزام الشركة بتأمين موجوداتها ضد أخطار الأعمال (حريق ، دمار ... إلخ) تقديم تقارير مالية دورية وبشكل منتظم إلى الجهة المقرضة لمراقبة التزام الشركة ببنود الحماية ، والمحافظة على الأعضاء الأساسيين في فريق إدارة الشركة .

وتتضمن اتفاقيات قروض المدة أيضا بنود تخلف عن الدفع Default Provisions ، حيث يعطى الحق بموجبها إلى الجهة المقرضة بمطالبة المقترض تسديد كامل قيمة القرض فورا إذا تخلف عن تسديد التزاماته التعاقدية الواردة في نص اتفاقية القرض . ويشمل هذا التخلف عن دفع الفائدة أو أقساط تسديد أصل قيمة القرض ، التلاعب في التقارير المالية الدورية بهدف تضليل الجهة المقرضة عن المركز المالي للشركة ، ومخالفة البنود المقيدة الواردة في اتفاقية القرض . في مثل هذه الحالات لا يقوم البنك بالضرورة بإلزام المقترض بتسديد القرض فورا ، لكنه يستعمل بنود التخلف عن الدفع كوسيلة للضغط

على المقترض لتعديل اتفاقية القرض الأولية للتوصل إلى اتفاقية أكثر ملائمة للطرفين . وإذا لم يتمكن من التوصل إلى اتفاقية جديدة ، فقد يلجأ البنك إلى دعوة المقترض إلى تسديد القرض فورا .

2-2- قـروض التجهـيـزات Equipment Loans

عندما تقوم الشركة بشراء آليات أو تجهيزات فإنها تستطيع الحصول على تمويل متوسط الأجل بضمانة هذه الموجودات . وتدعى هذه قروض تمويل التجهيزات Equipment Financing Loans وتوجـد عـدة مصادر لمثل هـذا النـوع من التمويـل تشمل البنوك التجارية ، الوكلاء الذين يبيعون التجهيـزات ، وشركات التأمـين ، وصناديـق التقاعد والتأمينات الاجتماعية . أما أنواع التجهيزات التي يتم تمويلها بهذا الشكل فهي عديدة ومتعددة . وتمول الجهة المقرضة عادة ما بين 70 إلى 80 بالمائة من قيمـة التجهيـزات وتبقى الـ 20 إلى 30 بالمائة من القيمة كهامـش أمـان للممـول ، تـدفـع مـن قبـل المقتـرض [هندي ، 1996 ، ص 120-128] .

ويوجد شكلين تمنح بموجبهما قروض التجهيزات هما عقود البيع المشروطة Conditional Sales Contract ، والقروض المضمونة . تستعمل عقود البيع المشروطة عندما يقوم وكيل الآليات أو التجهيزات بعملية بيع بالتقسيط حيث يحتفظ بملكية الآلة إلى أن يقوم المشتري بتسديد كافة الأقساط المطلوبة . ويقـدم الزبون دفعة أولية Down Payment عند الشراء ويصدر أوراق وعد بالدفع (كمبيالات) بقيمة الأقسـاط المتبقية من قيمة الأصل . وعندما يتـم التسديد بالكامل يقوم البائع بنقل ملكية الأصل إلى الزبون . أما إذا تخلف الزبون عن الدفع فإنه يمكن للبائع الاستيلاء على الآليات بهدف إعادة بيعها إلى عميل آخـر .

أما استخدام التجهيزات كضمانة للحصول على قرض مصرفي ، فيتم عن طريق رهن هذه التجهيزات لصالح البنك التجاري الممول . ويتطلب ذلك وضع حجز على التجهيزات تمنع المقترض من إمكانية التصرف فيها . وبذلك يضمن البنك حقه في الاستيلاء على التجهيزات و بيعها في السوق إذا تخلف المقترض عن تسديد دفعات القـرض [حنفي ، 2000 ، ص 172] .

3- التمـويـل طويـل الأجـل

لقد تم تناول كل من التمويل قصير الأجل والتمويل متوسط الأجل باعتبارهما عنصرين من عناصر الهيكل المالي للمنشأة ، واللذان يرتبطان إلى حد كبير بنشاطها الاستغلالي . إلا أنه غالبا ما يحدث وأن تكون المنشأة في حاجة إلى أموال من أجل التوسع في نشاطها ، أو من أجل إقامة استثمارات جديدة . هذه الاستخدامات عادة ما تحتاج إلى أموال كبيرة ولمدة طويلة نسبيا ، وعليه فهي تعتمد أولا على مواردها الذاتية التي عادة ما تكون غير كافية لتلبية المتطلبات الاستثمارية الجديدة مما يدفعها إلى اللجوء إلى المصادر الخارجية .

أهم أنواع التمويل طويل الأجل هي الأسهم العادية والممتازة والأرباح المحتجزة والقروض طويلة الأجل (سواء كانت تمثل قروض من البنك أو السنـدات) والتي سنتناولها تباعـا .

3-1- الأسهـم العـاديـة

الأسهم العادية هي عبارة أوراق مالية طويلة الأجل (أبدية طالما الشركة مستمرة) تمثل مستند ملكية ، له قيـمة اسمـية وقيـمة دفتريـة وقيمة سوقية ، وكذلك قيمة تصفويـة . وتتمثل القيمة الاسمـية في القيـمة المكتوبـة على الصك أو قسيمة السهـم ، وهي قيـمة نظريـة لتسجيل حسـاب رأس المال المدفـوع في القيـود المحاسبـية . وعـادة ما يـكون منصوصـا عليها في العقـد التأسيسي [المادة 715 مكـرر 50 قانون تجاري جزائـري] ، وعليه لا يمكن للشركة أن تصـدر أسهما جديدة بقيمة أقل منها . أما القيمة الدفـترية فتتمثل في قيمـة حقـوق الملكية - التي لا تتضمن قيمة الأسهـم الممتازة - مقسومة على عـدد الأسهـم العاديـة المصدرة Outstanding . أما القيمة السوقية للسهم فهي تمثل سعـر تداول السهـم في سوق رأس المال ، وقد تكون هذه القيـمة أكبر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية . فإذا كانت الشركة مثلا تحقق أرباحا ويتوقع أن تستمر كذلك في المستقبل ، فإن سعر السـوق يتوقـع أن يكون أعلى من القيـمة الدفتريـة وأعلى من القيـمة الاسمية للسهـم . أما إذا كان أداء الشركة سيئا فإن سعـر السوق للسهـم قد ينخفض حتى إلى أقـل من القيـمة الاسمية للسهـم . هذا في الوقت الذي يجب أن يؤخذ هذا بنوع من الحذر لأن سعر السهم في السوق قد لا يعكس القيمة الحقيقية للسهـم إذا كان سـوق الأسهم ضيقا أو غير نشيط . وأخيرا تتمثل القيـمة التصفوية للسهـم في نصيب السهـم من قيمة تصفية موجودات الشركة بعد تسديد كل الالتزامات وحقوق كل الدائنين وحملة الأسهم الممتازة [الميداني ، 1993 ، ص 513 - 514] .

ويدرك المتعاملون في سوق المال أنه لا القيمة الاسمية و لا القيمة الدفترية تمثل التقييم الحقيقي للسهم ؛ ذلك أن القيمة الحقيقية للسهم العادي - و التي سيتم التعامل على أساسها في السوق - تتوقف على العائد الذي يتوقع تولده نتيجة لامتلاكه . أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يحصل عليها حامل السهم . هذا من جهة ، ومن جهة أخرى فإنه في حالة إصدار السهم لأول مرة ، لا يوجد ما يضمن بيعه بقيمته الاسمية ، بل قد تضطر المنشأة المصدرة له أن تبيعه بقيمة أقل وذلك من خلال تقديم خصم على قيمته الاسمية .

وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي هي القيمة المكتوبة على ظهر الصك والمنصوص عليها في العقد التأسيسي للشركة ، إلا أنه يمكن تخفيضها في بعض الحالات من خلال سياسات تنتهجها الشركة ، كسياسة اشتقاق الأسهـم Stock Splits ، والتي تعطي الحق للمساهم في الحصول على جزء من سهم أو سهم بأكمله ، حسب حالة الاشتقاق ، عن كل سهم يملكه ، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة [Brealy and Myers , 1988, pp 291-292] . ففي ظل بقاء كل

الظروف على حالها ، وخاصة القدرة الإيرادية للشركة ، فإن من شأن اشتقاق الأسهم أن يؤدي إلى انخفاض ربحية السهم الواحد والتي تؤدي بدورها إلى انخفاض قيمته السوقية بالتبعيـة .

هذا ويتمتع حامل السهم العادي ببعض الحقوق من أهمها الحق في التصويت في الجمعية العموميـة . حيث تنص المادة 715 مكرر 42 من القانون التجاري الجزائري على أن الأسهم العادية تمنح حامليها الحق في المشاركة في الجمعيات العامة ، والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي بحوزتها بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون . وتمنح الأسهم العادية ، علاوة على ذلك ، الحق لحاملها في نقل ملكية السهم بالبيع أو بالتنازل أو بأي طريق آخر، والحق في الحصول على نصيبه في الأرباح إذا ما قررت الإدارة توزيعها . هذا بالإضافة إلى أنه يتمتع بميزة هامة وهي أن مسئوليته محدودة بحصته في رأس المال . أما بالنسبة لعيوب الأسهم العادية من وجهة نظر المستثمر فمن أبرزها أن حاملها ليس له الحق في المطالبة بتوزيعات ، ما لم تحقق المنشأة أرباحا و حتى في حالة ما إذا حققت أرباحا ولم تقرر الإدارة توزيعها . يضاف إلى ذلك أنه في حالة الإفلاس يأتي حملة الأسهم العادية في ذيل القائمة من حيث حصولهم على نصيب في صافي التصفية ؛ إذ يأتون بعد حملة السندات والأسهم الممتازة . وإلى جانب الأسهم العادية التقليدية ظهرت خلال الثلث الأخير من القرن العشرين عدة أنواع من الأسهم العادية والتي نذكر أهمها فيما يـلي :

3-1-1- الأسهـم العـاديـة للأقسـام الإنتـاجيـة

إن الذي ظل معروفا لدى المتعاملين الاقتصاديين هو أن يكون للشركة الواحدة نوع واحد من الأسهم العادية يحصل حاملها على نصيب من الأرباح المحققة في نهاية كل دورة مالية ، إذا ما قررت إدارة هذه الشركة توزيعها . غير أن شركة جينرال موتورز خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية ؛ فإلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل ، أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها اسـم " E Class " ، و ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملتها ، بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية ، ومجموعة أخرى أطلق عليها اسـم " H class " ، وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات . وعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا انه خلق نوعا من تضارب المصالـح بين المستثمرين [هندي ، 1997 ، ص 504 - 505] .

3-1-2- الأسهـم العـاديـة ذات التـوزيـعـات المخـصـومـة

الأصل في التوزيعات الخاصة بالأسهم العادية ، هو حصول حامل السهم العادي على نصيب من الأرباح المحققة في حالة قرار الشركة بتوزيع هذه الأرباح أو جزء منها . وعليه فإن هذه التوزيعات لا

تعتبر من بين المصاريف التحميلية التي ينبغي خصمها قبل فرض الضريبة كما هو الحال بالنسبة للفوائد التي تدفع لحملة السندات . إلا أنه وفي السنوات الأخيرة ، صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية للعاملين بها بخصم التوزيعات المقررة على تلك الأسهم من الإيرادات قبل فرض الضريبة ، وهذا في إطار تشجيع الخطة المنتهجة لتشجيع مشاركة العاملين بالمنشأة في ملكيتهـا (Employee Stock Ownership Plan (E S O P .

هذا بالإضافة إلى نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العامليـن المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضريبة على 50 % من الفوائد التي تحصل عليها من طرف هذا الصنـدوق [Chen and Kensinger , 1988, pp 30-33] .

وهناك عدة عوامل تساعد على نجاح خطة المشاركة هذه ؛ منها أن الخصم الضريبي الذي تستفيد منه المؤسسة المالية المقرضة يجعلها في موقف يسمح لها بتخفيض معدل الفائدة على القرض الممنوح للعاملين ، والذي يؤدي بدوره إلى تخفيض تكلفة تمويل شراء الأسهم . بالإضافة إلى ذلك فإن خصم قيمة التوزيعات من الإيرادات قبل فرض الضريبة ، و هو الأمر الذي لا يمكن تحققه إلا في ظل خطة المشاركـة ، يعد دافعا قويا لقيام الشركة المعنية بتقديم مساهمتها الإضافية - والتي تخصم بدورها من الإيرادات قبل حساب الضريبة (تخصم من الأجور) - لزيادة حصيلة الموارد المستخدمة في شراء الأسهم . بل وقد تذهب في هذا الشأن إلى حد تقديم بعض الأصول كرهن لقيمة القرض المستخدم لتمويل خطة المشاركة . وبالطبع يتوقع أن يتزايد حماس المنشأة إذا كانت أرباحها تقع في شريحة تخضع لمعـدل ضريبة مرتفـع [هندي ، 1997 ، ص 506] .

3-1-3- الأسهـم العـاديـة المضـمـونـة

لقد ظل شائعا لدى المتعاملين في السوق المالي أن الأسهم العادية هي عبارة عن أوراق مالية أبدية لا يمكن لحاملها مطالبة المنشأة بقيمتها طالما أن هذه المنشأة مستمرة . كما أنه لا يمكنه الرجوع إلى المنشأة التي أصدرت هذه الأوراق المالية في حالة انخفاض قيمتها السوقية . إلا أنه ظهرت و لأول مرة في الولايات المتحـدة الأمريكية سنـة 1984 أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة المصدرة لها بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين ، خلال فترة محددة عقب الإصدار Puttable Commun Stocks . أما إذا تجاوز الانخفاض الحد المسموح به ، أو حتى في حالة عدم تجاوزه لذلك الحد ، ولكن بعد انتهاء الفترة المنصوص عليها ، فلا يكون لحامل السهم الحق في المطالبـة بأي تعويـض [هندي 1997 ، ص 507] .

بمعنى آخر فإنه يمكن للمستثمر ، خلال فترة الضمان ، تحقيق أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع في القيمة السوقية لهذا النوع من الأسهم العادية . أما مخاطر التعرض لخسائر رأسمالية ، فإنها تحدث فقـط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للمطالبة بالتعويض ، ويكون مقدار هذه

الخسائر عبارة عن الفرق بين القيمة السوقية للسهم وبين الحد الأدنى الذي تضمنه المنشأة . أما في حالة عدم تجاوز انخفاض القيمة الحد المضمون من قبل المنشأة ، فلن يتعرض المستثمر لأي خسارة ، إذ يمكن حينئذ المطالبة بالتعويض طالما أن فترة الضمان سارية المفعول .

ومادامت الأسهم العادية تمثل الملكية الأصلية في المنشأة ، فهي تعتبر أيضا أحد الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل خاصة رأس المال الدائم ، فالشركات المساهمة تعتمد اعتمادا قد يكون تاما على إصدار هذه الأسهم للحصول على رأس المال اللازم لها بصفة دائمة وخاصة عند بدء التكوين . حيث أن إصدار هذا النوع من الأسهم لا يجيز لحاملها استرداد قيمتها من المنشأة التي أصدرتها ، بالإضافة إلى أن هذا النوع من الأسهم لا يحمل الشركة أعباء لا قبل لها باحتمالها فهي غير ملتزمة قانونا بإجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم كما هو الحال بالنسبة للأنواع الأخرى (مثل الأسهم الممتازة أو السندات) .

فالأسهم العادية لا تحمل أي تاريخ ثابت للاستحقاق وهي لا تحمل الشركة أعباء ثابتة فهي ليست مجبرة على توزيع عائد إلا إذا حققت أرباحا ، وإذا تقرر أيضا توزيع هذه الأرباح . وهذا ما يعتبرها من أهم مزايا الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة .

والجدير بالذكر أن إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى زيادة القدرة الإقتراضية للمنشأة في المستقبل وذلك نتيجة لزيادة نسبة الملكية إلى الاقتراض . غير أن هذا المصدر يتميز بارتفاع التكلفة التي تتحملها المنشأة . وذلك لأن العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم يكون مرتفعا نظرا لكبر حجم المخاطر التي يتعرض لها المساهم هذا بالإضافة إلى أن العائد المدفوع للمساهم (أي التوزيعـات) لا يترتب عليه أي وفر ضريبي لأنه لا يعتبر من بين التكاليف على عكس فوائد القروض .

3-2- الأسهـم الممـتـازة

يمثل السهم الممتاز Preferred Stock مستند ملكية ، وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي . ولهذا المستند قيمة اسمية ، قيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العـادي . غير أن طريقة حساب القيمة الدفترية للسهم الممتاز تختلف عن طريقة حساب القيمة الدفترية للسهم العـادي ؛ حيث تحسب قيمته الدفترية بقسمة قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر بدفاتر الشركة على عدد الأسهم المصدرة [هندي 1997 ، ص 507] . بمعنى آخر أنه ليس للأسهم الممتازة نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر بميزانية المنشـأة .

ولقد ظهر هذا النوع من الأسهم أول ما ظهر في القرن التاسع عشر لتشجيع المستثمرين من أجل الاستثمار في السكك الحديدية الأمريكية . وتجمع الأسهم الممتازة بين سمات الأسهم العادية والسندات . فالسهم الممتاز يشبه السهم العادي في بعض النواحي ، من أهمها أنه يمثل مستند ملكية ليس له تاريخ استحقاق ، وأن مسؤولية حامله محدودة بمقدار مساهمته . كما لا يحق لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم

في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات . وأخيرا قد يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في شراء أي إصدارات جديدة من الأسهم الممتازة .

ومن ناحـية أخرى تشبه الأسهـم الممتازة السندات في أن لحامل السهـم الممتاز الحق في توزيعـات سنوية تتحدد بنسبة مئويـة ثابتة من القيمة الاسمية للسهم . هـذا من جهة ، ومن جهـة أخرى وفي حالة تصفية المنشأة ، فإن حملة الأسهم الممتازة يحصلون على قيمة أسهمهم من صافي التصفية قبل المساهمـين العاديـين .

وعلى الرغم من أنه ليس للسهم الممتاز تاريخ استحقاق معين ، إلا أنه قد ينص على حق المنشأة في استدعاء هذه الأسهم إذا ما رأت ضرورة لذلك . أي إعادة شرائها وذلك في مقابل أن يحصل حملة هذه الأسهم على مبلغ يفوق قيمتها الاسمية . ويمثل هذا الحق ميزة بالنسبة للمنشأة إذ يمكنها الاستفادة من أسعار الفائدة في السوق ، وذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق وأن أصدرتها وإحلالها بسندات أو بأسهم ممتازة ذات معدل منخفض .

تعتبر الأسهم الممتازة بديلا من بدائل التمويل التي يمكن أن تعتمدها بعض منشآت الأعمال وذلك بسبب المزايا التي يمكن أن تتحصل عليها من خلالها . فالمنشأة التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل تكون غير ملزمة قانونا بإجراء توزيعات ، وأن التوزيعات محدودة بمقدار معين فقط . كذلك ليس لحملة الأسهم الممتازة حق التصويت Voting Right إلا في الحالات التي تعاني منها المنشأة من مشاكل عويصة ، وبالتالي ليس لهم تمثيل في مجلس إدارة المنشأة [الميداني ، 1993 ، ص 511] ، هذا بالإضافـة إلى أن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة ، وهذا أمر يترتب عليه زيادة القدرة الإقتراضية المستقبلية للمنشأة ودعم لموقفها التفاوضي .

إذا كان للأسهم الممتازة كل هذه المزايا ، فإنها لا تخلو من العيوب ؛ أولها هو ارتفاع تكلفتها نسبيـا ، و قد تكون أعلى بكثير من تكلفة التمويل بالدين و خاصة إذا كانت هذه الأسهم الممتازة من النوع التراكمي و/أو المشارك - كما سنرى لاحقا - . ويرجع هذا إلى أن توزيعات الأسهم الممتازة لا يمكن طرحها كتكلفة ، كما هو الحال بالنسبة للفائدة على الدين ، لأغراض الضريبة . أي أن الأرباح الموزعة على الأسهم الممتازة تدفع من الأرباح الصافية بعد الضريبة ، و من ثم لا تحقق المنشأة من ورائها أي وفورات ضريبية . يضاف إلى ذلك ، أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضون ، و من ثم فهم يطالبون بمعدل أعلى للعائد . و هذا راجع إلى حرية قرار المنشأة بإجراء توزيعات ، و بالتالي ليس هناك ما يضمن حصول حملة الأسهم الممتازة على عائـد دوري ، وذلك بعكس المقرضين الذين يحصلون على فوائدهم الثابتة . كما أنه في حالة الإفلاس وتوزيع صافي التصفية ، يأتي حملة الأسهم الممتازة بعد الدائنين [Samuels and Wilkes, 1986 p 186] .

كذلك يعاب على الأسهم الممتازة إلزامية التوزيعات في البعض من أنواعها ، حقا أنه ليس لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات ، إلا أنهم يحتفظون بحقهم

مستقبلا في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجر فيها توزيع Cumulative Feature ، وذلك قبل أن يحصل حملة الأسهم العادية على أي توزيعات [هندي ، 1999 ، ص 27 - 28] .

إن الأصل في الأسهم الممتازة هو أن التوزيعات ثابتة وتتحدد بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهـم ، ولكن ظهرت مؤخرا اتجاهات جديدة في شأن هذا النوع من الأسهم ، وعليه يجب التمييز بين عدة أنواع للأسهم الممتازة ؛ فهناك الأسهم الممتازة المجمعة الأربـاح Cumulative Preferred Stock ، بمعـنى أنه إذا تخلفـت المنشـأة عن دفع الأربـاح الموزعة في سنة ما لعدم وجـود أرباح كافية لدفـع النسبـة المحددة للأسـهم الممتازة ، فإن الأربـاح الموزعـة لتلك السنة تنتقـل للسنة القادمة . ويتوجـب في السنة القادمـة على الشركة أن تسـدد أربـاح الأسهم الممتازة المتأخـرة والمستحقـة قـبل أن تستطـيع القيام بأيـة توزيعات للأربـاح على الأسهم العادية . أما إذا كانت الأسهم الممتازة غـير تراكمية Non Cumulative Preferred Stock ، فإن الأربـاح الموزعـة المقررة التي لا تدفع في سنة ما ، لا يمكن نقلها إلى سنوات لاحقة وبالتالي يسقط حق المساهم فيها ويخسرها . ويتمثل النوع الثاني في الأسهم الممتازة المشاركة Participating Preferred Stock ، والتي تسمح لحملتها بمشاركة حملة الأسـهم العاديـة في الأرباح المتبقية وبعـد استيفاء النسبة المحددة للأسهم الممتازة Residual Earnings . أما النـوع الثالث من الأسهـم الممتـازة فهو الأسـهم القابلة للتحويـل إلى أسهـم عاديـة ، أي هي تلك الأسـهم التي يحـق للشركـة – خـلال حياتـها - أن تحولـها إلى أسـهم عاديـة إذا رأت ضـرورة في ذلك [الميداني ، 1993 ، ص 512] .

هـذا من جهة ، ومن جهة أخـرى ظهر سنة 1982 في الولايات المتحـدة الأمريكية و لأول مرة نـوع جديد من الأسـهم الممتازة ترتبـط فيها التوزيعات بمعـدل العائـد على نـوع من السندات الحكومية ، وهي سندات الخزينة Treasury Bonds . على أن يجرى تعديل على نصيب السهم من الأربـاح مرة كل ثلاثـة شهور بناءا على التغيير الـذي يطرأ على معدل العائد على تلك السنـدات Adjustable Rate Preferred Stoks (ARPS) . و للمحافظة على مستوى ملائـم من الطلب على تلك الأسهـم ، عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7,5 % من القيمة الاسمية للسهم ، وإن كان يشترط أيضا أن لا تزيد النسبة عن 15,5% من تلك القيمـة [هندي 1997، ص 509 - 510] .

وعادة ما تلجأ الشركات لهذا النوع من مصادر التمويل وذلك للحصول على ما تحتاجه من أموال إضافية دون خوف من تدخل الغير في الإدارة حيث أن معظم هذه الأسهم ليس لها حق التصويت . وبالرغم من كل هذه المزايا إلا أن هذا المصدر من التمويل ينطوي على تكلفة مرتفعة ، صحيح أنها أقل من تكلفة الأسهم العادية ولكنها أكبر من تكلفة القروض الطويلة باختلاف أنواعها .

3-3- الاقتـراض طـويـل الأجـل

هذا النوع من مصادر التمويل يمثل مديونية ينبغي على المنشأة الوفاء بقيمتها في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه . ويأخذ هذا المصدر شكلين أساسيين هما : القروض طويلة الأجل ، والسندات .

1-3-3 القـروض طـويلـة الأجـل

وتحصل عليها المنشأة من المؤسسات المالية المختلفة مثل البنوك وشركات التأمين وغالبا ما تستحـق هذه القـروض بعد فترة طويلة من الزمـن . وتتوقف عملية سـداد القـرض على ما يتم الاتفاق عليه من شـروط يتفق عليها بين الشركة والجهات التي تقـدم هذه الأمـوال في شكل قروض وذلك فيما يتعلق بمعدل الفائدة ، وتاريخ الاستحقاق وطريقة السداد وما إذا كان يسدد مرة واحدة أو على دفعات . ونظرا لأن مدة هذه القروض عادة ما تفوق السبع سنوات فإنها تتطلب بعض الضمانات التي تطلبها الجهة المقرضة .

2-3-3 السنـدات

يمثل السند Bond مستند مديونية تصدره المنشآت ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند Par Value في تاريخ الاستحقاق ، كما يعطيه أيضا الحق في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية . بمعنى آخر أن السندات تعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشـأة (المقترض) والمستثمر (المقرض) ، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معينا إلى الطرف الأول ، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ و فوائد متفق عليها في تواريخ محددة .

هذا وقد يكون السند لحامله Bearer Bond ، وبذلك يعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل . أو أن يكون السند مسجلا باسم المستثمر Registered Bond ، ويحقق هذا النوع من السندات الحماية لصاحبه ضد السرقة أو التلف أو ما يشبه ذلك ، إلا أنه غير قابل للتداول كما هو الحال بالنسبة للنوع الأول [هندي ، 1999 ، ص 29 - 30] .

وللسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل أو تساوي القيمة الاسمية ، وهذا يعني أن هناك فرصة لأن يحقق حامل السندات أرباحا رأسمالية في الوقت الذي قد يمنى بخسائر رأسمالية . هذا وتتحدد القيمة السوقية على ضوء درجة المخاطر التي يتعرض لها حامله ، والتي تتوقف بدورها على المركز المالي للمنشأة والظروف الاقتصادية السائدة ، وعلى الأخص مستوى أسعار الفائدة في السوق . وفي الدول التي لها سوق رأسمال قوي يتم تصنيف السندات التي تصدرها المنشآت في مجموعات وفقا لدرجة المخاطر التي تتعرض لها Bonds Ratings [هندي 1997 ، ص 511 - 512] .

وتتفـاوت تواريخ استحقاق السنـدات ، فقد تكون من النـوع قصير الأجل ، متوسط أو طويـل الأجل ، والذي قد يمتد إلى 20 سنة و ربما أكثر . هذا وقد تشترط المنشأة المصدرة للسندات أن يكون لها

الحق ، إذا رغبت في ذلك في استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق Callable Bonds ، أي إعـادة شرائها . وعادة ما تلجأ المنشأة إلى الاستفادة من هذا الشرط إذا ما سادت ظـروف اقتصاديـة يترتب عليها انخفـاض في مستوى أسعـار الفائـدة في السوق عما كانت علـيه عند إصـدار السنـدات . فحينئذ تقـوم المنشأة باستدعائها وإصـدار سندات أخـرى بديلة بمعـدل أقل يتناسب مع مستويـات الفائـدة السائـدة . ولتعويض حامل السند عن المخاطر التي ينطوي عليها حق الاستدعاء ، فعادة ما ينص على قيمة للاستدعـاء أكبر من القيمة الاسمية للسند ، ويطلق على مقدار الزيادة مكافأة أو عـلاوة الاستدعاء Call Premium [Francis, 1986 , p 22] .

إن قرار استدعاء إصدار سندات وإعادة تمويله بإصدار جديد يجب أن يتخذ على ضوء تحليل الربحية من هذه العملية . و يمكن معالجة هذا القرار وكأنه قرار موازنة رأسمالية ، فهناك إنفاقات نقدية خارجة في البداية تتبعها سلسلة من التدفقات النقدية الداخلة . وتشمل الإنفاقات النقدية الخارجة علاوة استدعاء الإصدار القديم Call Premium ونفقات إصدار السندات الجديدة . أما التدفقات النقدية الداخلة ، فهي عبارة عن الوفورات في تكاليف الفائدة السنوية بين الإصدارين القديم والجديد للسندات . وبخصم التدفقات النقدية بتكلفة الاقتراض للمنشأة وحساب صافي القيمة الحالية يمكن تحديد جدوى استدعاء وإعادة تمويل إصدار سندات [الميداني ، 1993 ، ص 507 - 508] .

ولتوضيح فكرة استدعاء السندات باعتباره قـرار استثماري ، لنفرض أنه لدينا منشأة ما ، كانت قد أصدرت 400 ألف سند منذ 5 سنوات بقيمة اسمية للسند قدرها 100 دج وبمعدل يبلغ 12 % ، أما تاريخ الاستحقـاق فهو 25 سنة . ولقد بلغت تكاليـف إصـدار هذه السندات والخصومات التي منحـت للمشترين (الفرق بين القيمة الاسمية وسعر البيع) 3 مليون دج . ولقد اشترطت المنشأة عند إصدار تلك السندات أن يكون لها الحق في إعادة استدعائها بسعر 105 دج للسند . ونظرا لانخفاض سعـر الفائدة في السـوق فقـد قررت المنشأة إحلال السندات القديمة بأخرى جديدة ، تتكون أيضا من 400 ألف سنـد تستحق بعد 20 سنة وتحمل معـدل فائدة سنوي قدره 10 % . ومن المتوقـع أن تبـاع السندات الجديدة بقيمتها الاسمـية التي تبلـغ 100 دج للسند ، كما يتوقع أن تبلغ تكلفة الإصدار 1 مليون دج . أما فترة التداخل بين السندات القديمة والسندات الجديدة فسوف تبلغ شهرا واحدا ، أي يتوقع أن يتم استدعاء السندات القديمة بعد شهرا واحدا من إصدار السندات الجديدة .

من أجل تقييم قرار استدعاء السندات ، لنفرض أن المنشأة تخضع لضريبة بمعدل 30 % وبالتالـي ، فإن تقييم هذا القرار يقتضي تقدير التدفقات النقدية المتولدة عنه . تتمثل هذه التدفقات أساسا في التكلفة المبدئية للقرار والتي يمكن التعبير عنها بصافي التدفق النقدي الخارج الذي سيترتب عليه قرار الاستدعاء . هذا بالإضافة إلى أن للقرار تأثيرا على التدفق النقدي الداخل ، إذ سيترتب عليه وفورات سنوية في تكلفة التمويل . وبعبارة أخرى يجب تقدير التكلفة المبدئية لقرار الاستدعاء وكذلك تقدير المكاسب السنوية المترتبة عليه .

إن التدفقات النقدية الخارجة تتمثل في المصروفات التي تدفع مرة واحدة عند البدء في تنفيذ قرار الاستدعاء ؛ إذ على المنشأة أن تدفع قيمة السندات التي قررت استدعائها ، كما أن عليها أن تقوم بدفع فوائد عن السندات القديمة خلال فترة التداخل . وهنا يجب استبعاد فوائد السندات الجديدة خلال نفس الفترة أي فترة التداخل هذه ، وذلك بسبب أن هذه الفوائد لا تمثل مصروفا يدفع مرة واحدة عند البدء في تنفيذ القرار ، ولكنها جزء من الفوائد الدورية التي يجب أخذها في الحسبان عند تقدير صافي المكاسب السنوية لقرار الاستدعاء . والجدول الموالي يوضح حسابيا كيفية تقدير التكلفة المبدئية لقرار استدعاء السندات :

جـــدول رقم 01

التكلفة المبدئية لقرار استدعاء السندات

الوحدة ألف دينار

قيمة شراء السندات القديمة (400 ألف سند x 105 دج / للسند)		42000
الفوائد عن السندات القديمة خلال فترة التداخل		400
التدفقات النقدية الخارجة لغرض إستدعاء السندات القديمة (1)		42400
متحصلات بيع السندات الجديدة	40000	
تكلفة الإصدار	1000	
التدفقات النقدية الداخلة للسندات الجديدة (2)	39000	39000
صافي التدفق النقدي (3) = (1-2)		3400
الوفورات الضريبية :		
فوائد على السندات القديمة خلال فترة التداخل	400	
تكلفة إصدار السندات القديمة و الخصم الممنوح (3000 x 25/20)	2400	
علاوة الإستدعاء (400 ألف X 5 دج)	2000	
	4800	
معدل الضريبة	**30%**	
الوفورات الضريبية (4)	1440	1440
التكلفة المبدئية (5) = (3 - 4)		1960

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن الوفورات الضريبية المترتبة على قرار لاستدعاء تعتبر في حكم التدفق النقدي الداخل ، ذلك أن هذه الوفورات الضريبية قد تم حسابها على عناصر التدفق النقدي الخارج والتي تتمثل في الفوائد على السندات القديمة خلال فترة التداخل ، وما تبقى من تكلفة إصدار السندات القديمة ، وعلاوة استدعاء السندات .

إذا كان حساب الوفورات الضريبية على الفوائد المحسوبة على السندات القديمة يعد منطقيا ، فإن السؤال المطروح هو لماذا تحسب الوفورات الضريبية على تكلفة إصدار السندات القديمة ؟ تكمن الإجابة

عن هذا التساؤل في أن طبيعة قرار الاستدعاء تعني حتما عدم وجود سندات قديمة ، وهذا يستدعي إنهاء كل ما له علاقة بهذه السندات ، وبالتالي إدراج ما تبقى من أقساط تكلفة الإصدار في قائمة الدخل كقسط واحد . وطالما أدرجت هذه التكاليف في قائمة الدخل فإنه ينبغي أن تحسب عليها وفورات ضريبية . وهذا راجع طبعا إلى كون تكلفة الإصدار تعتبر في حكم المصاريف الرأسمالية وتستهلك على عدد من السنوات تمتد حتى تاريخ استحقاق السنـدات .

فإذا كانت الخطوة الأولى لتقييم قرار استدعاء السندات تتمثل في تقدير التكلفة المبدئية لقرار الاستدعاء هذا ، أو تحديد الإنفاقات النقدية الخارجة ، فإن الخطوة الثانية تتمحور حول تقدير المكاسب السنوية المترتبة على هذا القرار، أو بعبارة أخرى تحديد وفورات تكاليف الفائدة السنوية المستقبلية الناتجة عن إصدار السندات الجديدة والمتمثلة أساسا في الفرق بين صافي تكاليف الفائدة السنوية بين إصداري السندات القديم والجديد . أي أنه يمكن حساب صافي المكاسب النقدية السنوية بطرح صافي التدفق النقدي السنوي للسندات الجديدة من صافي التدفق النقدي السنوي للسندات القديمة .

جــدول رقـم 02
صـافي المكاسـب السنويـة لـقرار الاستدعاء

الوحدة ألف دينار

البيان			
* الفوائد السنوية للسندات القديمة (1)		4800	
يطرح منها : وفورات ضريبية لكل من :			
الفوائد	4800		
القسط السنوي لمصروفات الإصدار و الخصومات (2400 ÷ 20)	120		
	4920		
معدل الضريبة	**30%**		
الوفورات الضريبية (2)	1476	1476	
صافي التدفق النقدي السنوي (الخارج) للسندات القديمة (3) = (1-2)		3324	3324
* فوائد السندات الجديدة (4)		4000	
يطرح منها : وفورات ضريبية لكل من :			
الفوائد	4000		
القسط السنوي لمصروفات الإصدار و الخصومات (1000 ÷ 20)	50		
	4050		
معدل الضريبة	**30%**		
	1215		
الوفورات الضريبية (5)		1215	
صافي التدفق النقدي للسندات الجديدة (6) = (4-5)		2785	2785
صافي المكاسب النقدية السنوية (7) = (3-6)			539

أما الخطوة الثالثة فتتمثل في حساب القيمة الحالية للمكاسب السنوية ، وذلك على اعتبار أن التكلفة المبدئية هي تكلفة حالية تدفعها المنشأة فور اتخاذ قرار الاستدعاء ، أما صافي المكاسب السنوية فسوف يتحقق على مدى السنوات القادمة . وبطرح التكلفة المبدئية من القيمة الحالية للمكاسب السنوية نحصل على صافي القيمة الحالية لقرار الاستدعاء ، [هندي ، 1997 ، ص 515 - 517] .

إن معـدل الخصم الذي ينبغي استخدامه لحسـاب القيمة الحالية للمكاسب السنوية هو معدل الخصم في تكلفة السندات الجديدة بعد الضريبة . ويبرر استخدام سعر الفائدة على السندات الجديدة بدلا من تكلفة الأموال كمعـدل للخصم ، في كون أن خطـر وفورات تكلفة الفائـدة السنوية المتوقعة يساوي خطر تخلف الشركة عن الدفع . وبما أن عـلاوة خطر التخلف عن الدفـع تكون مضافة إلى معـدل الفائدة على إصـدار السندات الجديدة ، فإن معدل الفائدة على الإصدار الجديد بعد الضريبة هو معدل الخصم المناسب [الميداني ، 1993 ، ص 509-510] .

و يمكن حساب معدل الخصم المطلوب حسب المثال السابق كالتالي :

بما أن : معدل الفائدة هو 10 % ، ومعدل الضريبة هو 30 % فـإن :

مـعـدل الخـصـم = 10 (1 -30 %) = 0,07 = 7 % .

الخطوة الرابعة والأخيرة تتلخص في تقييم قرار الاستدعاء ؛ فإذا كان صافي القيمة الحالية لهذا القرار موجب تكون عملية استدعاء إصدار سندات قديمة وإعادة تمويلها بإصدار جديد مربحة ، والعكس صحيح في حالة كونها سالبة .

صافـي القيمـة الحـاليـة :

$$NPV = \sum_{n=1}^{N} \frac{Rn}{(1+r)} - K \qquad (5 - 1)$$

حيث :

R : صافي المكاسب النقدية السنوية .

n : عدد السنوات .

K : التكلفة المبدئية .

r : معدل الخصم .

NPV = (539 x 10,594) - 1960 = 3750

وبما أن صافي القيمة الحالية لهذا المثال NPV موجب فهذا معناه أن عملية استدعاء السندات تعد قرارا مربحا ويسهم في تعظيم ثروة الملاك ومن ثم ينبغي اتخاذه .

وبصورة عامة يمكن القول أن السندات تمثل الاستخدام طويل الأجل لأموال الدائنين أو المقرضين في المنشأة . وهي بذلك تختلف عن الأسهم العادية والممتازة . وعندما تقرر الشركة إصدار السندات فإنها تطرحها في الاكتتاب العام كما يمكن تغطيتها أيضا في اكتتاب خاص بين مجموعة من أفراد أو شركات .

وبما أن حملة السندات هم في الواقع دائنين للشركة فلهم بهذه الصفة حق ضمان عام على موجودات الشركة ، كما أن فوائد هذه الأموال تعتبر التزام يجب دفعها في موعدها بغض النظر عن حالتها المالية ، أي سواء حققت المنشأة ربحا أو خسارة .

3-3-3- الأنواع الأخرى للسندات :

وهناك العديـد من أنواع السندات التي يمكن أن تستخدمها المنشأة كمصـدر للتمويـل منها السندات العادية أو التقليدية وهذه لا يكون لها سوى الحقوق العادية وهي الحصـول على الفائدة المحددة واسترداد قيمة السندات في ميعاد الاستحقاق وليس لها أي امتيازات خاصة على أصـول الشركة ، وهذا النوع يصدر اعتمادا على الثقة في مركز الشركة المالي وسمعتها في مجال الأعمال . وهناك أنواع أخرى قد تلجـأ المنشأة إليها بغـرض تشجيع المقرضين على مدها بالأموال اللازمة ، ومن بينها السندات التي لا تحمـل كوبـون ، السندات القابلة للتحويـل إلى أسهم ، السنـدات بكوبونات الاكتتاب في السندات ، السنـدات المضمونة بأصـول معينة ، السنـدات غير المضمونـة ، السنـدات ذات المعـدل المتحرك

، السندات المرتبطة بالمؤشرات ، السندات منخفضة الجـودة ، سنـدات المشاركـة ، السندات ذات الدخل ، والسندات الحكومية ... [حنفي ، 2000 ، ص 504-505] .

- **السندات التي لا تحمل معدلا للكوبون** : بالنسبة للسندات التي لا تحمل معدلا للكوبون Zero Coupon Bonds فإنها تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد وذلك إذا رغب في التخاص منها قبل تاريخ الاستحقاق . ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الاسمية أو سعر البيع مقدار الفائدة التي يحققها المستثمر . وعلى الرغم من أن المستثمر لا يحصل على الفوائد إلا عند تحقيقها أي عند تاريخ الاستحقاق أو عند البيع ، فإن مصلحة الضرائب تحصل على مستحقاتها السنوية وذلك بناءا على معدل العائد السنوي الذي يتم حسابه على أساس معدل العائد الداخلي .
- **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم** : يقصد بالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم تلك السندات التي يستطيع حاملها استبدالها بأوراق مالية أخرى ، خاصة بأسهم عادية لنفس الشركة ، وبذلك يصبح من ملاكها ، أي من بين مساهميها العاديين له نفس حقوقهم وعليه نفس واجباتهم . وتتم عملية التمويل وفقا لشروط محددة مقدما وخلال فترة زمنية معينة منصوص عليها في عقد الإصدار . وهكذا يمـكن لحملة هـذا النوع من السندات الاستفادة من الفوائـد الثابتة في حالـة تسجـيل الشركـة لركود طويل نسبيا ، والتحول إلى مساهم والحصول على الأرباح عندما تتحسن وضعيتها المالية .

وعادة ما يكون هذا النوع من السندات القابلة للاستدعاء وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية . وبالطبع لا يتوقع أن يتم استخدام شرط التحويل إلا عندما تكون قيمة التحويل Conversion Value أعلى من سعر الاستدعاء Call Price . ومن الناحية التحليلية لمدى جدوى تحويل السندات إلى أسهم فإن العملية يمكن النظر إليها من زاويتين ؛ تتمثل الأولى في عدد الأسهم التي ممكن أن تمنح نظير سهم واحد ، أما الثانية فتتمثل في وجهة النظر العكسية ، أي عدد السندات التي ممكن أن تلغى نظير سهم واحد .

ففي الحالة الأولى نقصد بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم مضروبة في معدل التحويل Conversion Ratio ، أي مضروبة في عدد الأسهم العادية مقابل كل سند قابل للتحويل . وتختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل Conversion Price ، إذ يتمثل سعر التحويل في القيمة الاسمية للسند القابل للتحويل مقسوما على معدل التحويل [هندي ، 1999 ، ص 35] . ولتوضيح الفكرة لنفرض المثال التالي :

<u>مثال 1</u> : لنفرض أن القيمة الاسمية للسند الواحد هي 1000 دج وأنه يمكن تحويله إلى 5 أسهم . كما نفرض أن القيمة السوقية للسهم هي 210 دج .

معدل التحويل = 5 أسهم / للسند

سعر التحويل = 1000 \ 5 = 200 دج

قيمة التحويل = 210 x 5 = 1050 دج

أما إذا كانت القيمة السوقية للسهم العادي تساوي 190 دج فإن :

قيمة التحويل = 190 x 5 = 950 دج

ومن المنطقي والعقلاني فإنه لا يتوقع تحويل السندات إلى أسهم إلا إذا كانت قيمة التحويل أعلى من القيمة السوقية للسندات القابلة للتحويل .

أما في الحالة الثانية فإن معدل التحويل يختلف من حيث المدلول فيصبح بمثابة عدد السندات التي يجب إعادتها إلى الشركة المصدرة لها من أجل الحصول على سهم واحد . ولتبيان الفكرة أكثر دعنا نفرض المثال التالي :

مثال 2 : منشـأة أعمال X عبارة عن شركة مساهمة قامت بإصـدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم بمبلغ 100 مليون دينار جزائري ، مقسم إلى 000 100 سند ، القيمة الاسمية للسند 1000 دينار جزائري ، وبمعدل فائدة سنوية تقدر بـ 5 % ، يسدد خلال 15 سنة ، ولكن الشركة احتفظت بحق استدعـاء السندات في أي وقت ، وكذلك حـق تحويلها إلى أسهـم حيث اشترط تحويـل 4 سنـدات بقيمة اسمية 1000 دج للسنـد مقابل سهـم قيمته الاسمية 500 دج ، علما أن القيمة السوقية لأسهم الشركة تبلغ 3200 دج .

الحـل :

معدل التحويل = 4 سندات / سهم $\Leftarrow$ 0.25 سهم /سند

سعر التحويل = $\frac{1000}{0.25}$ = 4000

قيمة التحويل = 3200 x 0.25 = 800

ولكن وحتى يتم تقييم إمكانية أو فرصة التحويل لابد من معرفة الفرق بين القيمة السوقية للسندات التي سيتم تحويلها إلى أسهم والقيمة السوقية للأسهم التي يمكن الحصول عليها نتيجة التحويل . ومن هنا يمكن استنتاج أن القيمة الاسمية للأوراق المالية في حد ذاتها ليست معيارا للمقارنة ، وذلك بالرغم من أنه في الوقت الذي قد يكون للقيمة الاسمية للسند معنى معين ، نظرا لأنه غالبا ما يتم السداد بهذه القيمة في تاريخ استحقاق هذه السندات ، فإن القيمة الاسمية للسهم ليست كذلك . وهذا يعني أن إمكانية التحويل لا تتم إلا على أساس السوق ، أي قيمة هذه الأوراق المالية في البورصة .

فلو نـفرض أن القيمـة السوقـية للسنـدات المراد تحويلها إلى أسهـم في المثال السابق قد بلغت 104 % ، وأن القيمة السوقية للأسهم تبلغ 3200 دج . وبما أنه اشترط تحويل 4 سندات مقابل سهم واحد ، فإننا نلاحظ :

القيمة السوقية للأربع سندات = 4 x 1000 x 104 % = 4160 دج

هـذا يعني أن المستثمر يجب أن يشتري 4 سنـدات بقيـمة 4160 دج ويقـوم بمبادلتها بسهم واحد قيمته السوقـية 3200 دج . وحتى يتسنى لنا تحليل هذه العملية يجب استخدام مفهومين أساسيين في التحليل وهما ؛ مكافئ التحويل ومحصلة التحويل .

نقصد بمكافئ التحويل أو مناظر التحويل قيمة السهم الذي يتم الحصول عليه ومبادلته بعدد من السندات ، وهو ما يعني مقارنة القيمة السوقية للسندات التي تعطي الحق في سهم بالسعر السوقي للسهم ، حيث يتوقف هذا المكافئ على سعر التحويل وعلى سعر السند . بمعنى آخر نجد أن :

مكافئ التحويل = سعر التحويل x سعر السند

= عدد السندات التي تعطي الحق في سهم x القيمة الاسمية للسند x السعر السوقي للسند

ونقصد بمحصلة التحويل مقدار الخسائر أو الأرباح التي ممكن أن يتحصل عليها حامل السند من عملية التحويل هذه . وتتوقف المحصلة النهائية للتحويل على مكافئ التحويل وعلى سعر السهم ، حيث يمكن حسابها كالتالي :

محصلة التحويل بسهم = سعر السهم - مكافئ التحويل

فإذا كانت النتيجة موجبة فإن المستثمر سوف يحقق أرباحا بمقدار هذه النتيجة أما إذا كانت سالبة فإنه سوف يتحمل خسائر . فلو نطبق هذا على المثال السابق نجد أن :

مكافئ التحويل = سعر التحويل x سعر السند

= 4000 x 104 % = 4160 دج

محصلة التحويل بسهم = سعر السهم - مكافئ التحويل

= 3200 – 4160 = - 960 دج

ومـن هنا يمكن القـول أن عملية التحويل هـذه ليست في صالح المستثمر ، وبالتالي فإنها سوف لن تتحقق لأنه مـن غير المنطقي أن نجد هناك مستثمر عقلاني يقوم بشراء سندات بمبلغ معين ثم تحويلهم إلى أسهم بمبلغ أقل .

ومن المتوقع أن يترتب على تحويل السندات إلى أسهم زيادة في عدد الأسهم العادية مما قد يعرض الملاك القدامى (حملة الأسهم العادية القديمة) لمخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم التي يمتلكونها . إلا أنه يمكن إرضاء هؤلاء المساهمين وتعويضهم ولو جزئيا عن الانخفاض الذي ممكن أن يطرأ على ربحية السهم ، نتيجة لزيادة عدد الأسهم ، بزيادة في تلك الربحية عن طريق زيادة صافي

الربـح المتاح للتوزيع ، حيث لم تعد هناك فوائد تدفـع إلى حملة السندات التي تم تحويلها إلى أسهم عادية . بمعنى آخر ، أنه يمكن للشركة أن تعوض النقص الذي قد يطرأ على ربحية السهم من المبلغ الذي كان من المفروض أن يدفع في صورة فوائد إلى حملة السندات .

هذا من جهة ، ومن جهة أخرى فإن التخلص من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (الفوائد) يترتب عليه انخفاض المخاطر المالية Financial Risk التي يتعرض لها عائد الأسهم العادية ، ويؤدي بالتالي إلى تحسن في القيمة السوقية للأسهم العادية ، وهو ما يعوض الملاك القدامى ولو جزئيا عن الانخفاض الذي ممكن أن يلحق بالقيمة السوقية لأسهمهم نتيجة زيادة عدد الأسهم العادية .

ولا تقتصر عيوب السندات القابلة للتحويل إلى أسهم على انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم العادية بالنسبة للمساهمين القدامى ، إذ أن هناك مخاطر أخرى قد تتمثل مثلا في احتمال عدم ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي لمستوى يشجع المستثمرين على التحويل خلال الفترة المتوقعة . وقد يفهم من هذا الحدث من قبل المتعاملين في السوق على أنه مؤشر على انخفاض مستوى أداء المنشأة عما كان متوقعا ، الأمر الذي قد يترك أثرا غير مرغوبا فيه على قدرتها على الحصول على موارد مالية لتمويل بعض الفرص الاستثمارية المتاحة مستقبلا .

- **السندات بكوبونات الاكتتاب في السندات** : يسمح امتلاك هذا النوع من السندات لحامله بالاكتتاب في سندات مماثلة خلال فترة زمنية محددة وبسعر محدد مسبقا . إذ يرفق بكل سند قديم كوبون يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر الفترة المحددة في عقد الإصدار . وبمجرد الانتهاء من عملية الإصدار الأولى يتم تسجيل الكوبونات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرافقة .
- **السندات المضمونة بأصول الشركة** : قد تصدر منشآت الأعمال سندات بضمان بعض الأصول Mortgage Bonds ، كالأراضي أو المباني أو الآلات أو حتى أوراق مالية أخرى . وحينئذ يكون لحاملها الأولوية في استرداد مستحقاته من الأصل المرهون ، وبالتالي لا يحق للشركة المعنية التصرف في تلك الأصول بالبيع أو التنازل . وعليه فإن هذا النوع من حملة السندات ، عادة ما يكون محميا صراحة في وثيقة أو اتفاق الإصدار ، حيث قد يشترط على الشركة عدم رهن الأصول المرهونة لدى حملة السندات الأولى مرة أخرى . وإذا ما قامت الشركة بإصدار آخر بضمان نفس الأصول ، فإن حقوق حملة هذه السندات الجديدة تأتي في المرتبة الثانية Junior Mortgage ، بمعنى أنه لا يحق لحملة السندات الجديدة الحصول على أي شيء إلا إذا تحصل حملة السندات القديمة على حقوقهم كاملة .
- **السندات الغير مضمونة** : على العكس من السندات السابق شرحها ، فإن السندات غير المضمونة تمثل دينا عاديا غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة . وعليه فإن عقد الإصدار عادة ما يتضمن صراحة عدم قيام الشركة بأي عمل قد يضر بحملة هذا النوع من السندات ، كعدم إصدار مثل هذه

السندات مرة أخرى ، أو عدم إبرام عقود استدانة أخرى ، مما يشجع المستثمرين على اقتناء هذا النوع من السندات .

- **السندات ذات المعدل المتحرك** : لقد تم استحداث السندات ذات المعدل المتحرك Floating Rate Bonds في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة ، مما ترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات ، وخاصة منها طويلة الأجل ، بشكل ألحق بحملتها خسائر رأسمالية كبيرة جدا . وعادة ما يحدد لتلك السندات سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر ، على أن يعاد النظر فيه دوريا كل نصف سنة بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق . وقد وجد هذا النوع من السندات من أجل المحافظة على مصالح كل من المنشآت المصدرة لها وكذا جمهور المستثمرين فيها . حيث أنه وإذا ما أخذنا السندات التقليدية – ذات المعدل الثابت – نجدها تمثل دينا طويل الأجل ، وأن معدلات الفائدة تتغير ارتفاعا وانخفاضا طوال مدة الدين . ففي حالة انخفاض معدل الفائدة في السوق فإن ذلك سوف يلحق أضرارا بالمنشأة المصدرة لهذه السندات تتمثل في مقدار الفرق بين معدل الفائدة المتفق عليه ومعدل الفائدة السائد في السوق ، وهذا ما يؤدي طبعا إلى ارتفاع تكلفة تمويلها . بينما يستفيد حاملي هذا النوع من السندات من هذه الوضعية حيث يحققوا فائضا يتمثل أيضا في ارتفاع معدل الفائدة التي يتقاضونها بالنسبة لمعدل الفائدة السائد في السوق . وبالعكس إذا ما ارتفعت معدلات الفائدة في السوق ، نجد أن المستفيد هو المنشأة المصدرة لهذه السندات ، حيث تكون تكلفة رأس مالها منخفضة نسبيا وتحقق فائض ، على حساب حملة سنداتها الذين يخسرون الفرق بين المعدلين .

- **السندات المرتبطة بالمؤشرات** : المقصود بالسندات المرتبطة بالمؤشرات Indexed Bonds تلك السندات التي يربط معـدل الفائدة الخاص بها ، أو المبلـغ الأصلي أو الاثنين معا بتغيرات مؤشر معين . وربط هذه السندات بمؤشر يشبه إلى حد ما السندات ذات المعدل المتغير بالرغم من الهدف المختلف لكل منهما . فبالنسبة للسنـدات ذات المعـدل المتغير يهدف تغيير معدل الفائدة إلى تقريبه أو حتى مساواته بالسعـر السائد في السوق ، أما بالنسبة للسندات المرتبطة بالمؤشرات فالغرض منها هو المحافظة على القـوة الشرائية لقيمة السند . إذ مع ارتفاع المستوى العام للأسعار لفترة طويلة (التضخم) فإن القيمة الحقيقية للسند ستنخفض ، وبالتالي فإن ربطه بمؤشر ما يكون بهدف المحافظة على هذه القيمة . أما عن المؤشرات المستعملة فهي كثيرة ومتنوعة تعبر في معظمها عن مؤشر مستوى المعيشة Cost of Living Index ، إذ قد يكون المؤشر هو مستوى أسعار التجزئة ، أو مستوى أسعار الجملة ، أو مستوى أسعار مجموعة مهمة من السلع أو معدل التضخم أو غيره من المؤشرات . ومن الناحية التاريخية فإن أول مرة أصدرت فيها سندات مرتبطة بمؤشر كانت سنة 1942 في الولايات المتحدة الأمريكية عندما أصدرت ولاية Massachus سندا مرتبطا بمستوى أسعار السلع [جبار ، 2002 ، ص 59-60] .

- **السندات منخفضة الجودة** : وتسمى أيضا السندات الرديئة Junk Bonds وقد استحدثت في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال المنشأة التي يديرونها ، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانبا كبيرا من أسهمها المتداولة في السوق . وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار في تلك السندات محفوفا بقدر كبير من المخاطر .
- **السندات المشاركة** : يشبه هذا النوع من السندات الأسهم الممتازة المشاركة ، حيث تمنح المستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من أرباح المنشأة . بمعنى آخر ، فإنه بالإضافة إلى الفوائد المحددة دوريا يشارك حملة هذا النوع من السندات المساهمين العاديين في الأرباح القابلة للتوزيع وفقا لشروط تحددها المنشأة مسبقا .
- **السندات ذات الدخل** : يتماشى هذا النوع من السندات ذات الدخل Income Bonds مع احتياجات البنوك الإسلامية ، إذ لا يجـوز لحملتها المطالبة بالفوائـد في السنوات التي لا تحقق فيها المنشأة أرباحا . ومع هذا فقد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح وذلك من أرباح سنة لاحقة . كما قد ينص على ضرورة قيام المنشأة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عند حلول تاريخ استحقاقها . إضافة إلى نص ثالث محتمل وهو أن يكون لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم عادية [هندي ، 1999 ، ص 34] .
- **السندات الحكومية** : تلجأ الحكومات في بعض الحالات إلى إصدار صكوك مديونية متمثلة في السندات وما يماثلها بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها ، أو لتمويل مشاريع ذات منافع اجتماعية كالمدارس والمستشفيات أو بهدف مواجهة التضخم . أما بالنسبة إلى مدة هذه السندات فهي عادة ما تكون طويلة جدا حيث تصل إلى 30 أو 40 سنة . وفي الدول التي تأخذ بنظام الحكم المحلي قد لا يقتصر حق إصدار تلك الأوراق على الحكومة المركزية ، إذ قد يمارس نفس الحق أيضا بواسطة الحكومات المحلية .

وينظر المستثمر إلى السندات التي تصدرها الحكومة المركزية على أنها أكثر جاذبية ، إذ عادة ما يتمتع عائـدها بالإعفاء الضريبي . يضاف إلى ذلك تضاؤل مخاطـر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله . والملاحظة أن هذا النوع متعدد وواسع الانتشار خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية . وإذا ما أخذنا الولايات المتحدة الأمريكية كمثال لهذا النوع من الأدوات المالية نجد أنها تنقسم إلى قسمين رئيسيين ؛ الأول تقوم بإصداره الحكومة المركزية ، والثاني تصدره الحكومات المحلية .

- **السندات التي تصدرها الحكومة الفدرالية** : يمكن تصنيف الأوراق التي تصدرها الحكومة المركزية إلى أوراق مالية تحتكر وزارة الخزانة أو المالية تداولها ، وأوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال ، ونوع آخر يدعى الإصدارات الخاصة .

فبالنسبة للنوع الأول يقصد به تلك السندات الادخارية Saving Bonds ، وهي سندات غير قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل ، كما لا يجوز لحاملها رهنها لصالح الغير ، بمعنى أنها عبارة عن سندات اسمية . كما أنها لا تباع إلا للأفراد الذين يمكنهم شراؤها في حدود مبلغ أقصى ، كأن يشترط مثلا في الفرد ألا يشتري أكثر من 5000 دولار من هذه السندات . وعادة ما ينقسم هذا النوع في الولايات المتحدة إلى قسمين ؛ الأول يعرف بسلسلة E والذي لا تلتزم فيه الخزينة بدفع الفوائد لحملة هذه السلسلة إلا عند تاريخ الاستحقاق ، أما الثاني فيعرف بسلسلة H والذي تلتزم فيه الخزينة بدفع فوائد لحملتها كل ستة أشهر يتم تغييرها وفقا لتغير معدل الفائدة الخاص بسندات أخرى تصدرها الخزينة العمومية . [جبار ، 2002 ، ص 63-64] ومن خصائص هذه السندات أيضا أنها قابلة للاسترداد قبل موعد الاستحقاق وفقا لإجراءات محددة مسبقا . ولتشجيع المستثمرين على الإبقاء على السندات لمدة أطول عادة ما يوضع هيكل لقيمة الاسترداد يزداد بمقتضاه معدل الفائدة كلما طالت فترة الاحتفاظ به .

أما النوع الثاني فيقصد به تلك السندات التي تصدر عن البنك المركزي وفروعه ، ويتداول بعضها في أسواق رأس المال المنظمة والبعض الآخر في الأسواق غير المنظمة من خلال سماسرة وتجار الأوراق المالية . وبالتالي يمكن لحملتها التخاص منها في أي لحظة زمنية قبل تاريخ الاستحقاق دون الرجوع إلى الخزينة العمومية . كما تتميز هذه السندات مقارنة بسابقتها في أن العائد الخاص بها لا يقتصر فقط على معدل الفائدة المحدد بل يتضمن كذلك الأرباح الرأسمالية التي يمكن تحقيقها .

وعادة ما تنشر الصحف المتخصصة في الدولة المعنية معلومات عن تلك الأوراق مثل تاريخ الاستحقاق ، معدل الكوبون ، التغير في القيمة السوقية عما كانت عليه في اليوم السابق والعائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه اشترى الورقة بالسعر السائد وقت النشر في الصحف واحتفظ بها حتى تاريـخ الاستحقاق . كما يتضمن النشر كذلك سعرين لكل ورقـة ؛ الحد الأقصى للسعـر الذي يبدي التاجـر استعداده لشراء الورقـة به Bid Price والحد الأدنى للسعـر الذي يقبله لبيع تلك الورقة Asked Price . ويمثل الفرق بين السعرين الهامش الذي يحصل عليه التاجر في مقابل خلق سوق دائم للورقة بما يتيح لحاملها وجود مشتري لها ، كما يتيح للراغب في شرائها فرصة دائمة لاقتنائها . هذا ويطلق على سعر الشراء والبيع لورقة ما بالسعر المعلن Quoted Price .

وعادة ما تظهر الأسعار في الصحف بكسر $\frac{1}{32}$ من 1 % من القيمة الاسمية المدونة على السند . فمثلا إذا ما أعلن عن ورقة مالية ما بسعر 80.16 ، فإن هذا الرقم يعني أن قيمتها السوقية تعادل $80\frac{16}{32}$ % من قيمتها الاسمية . فإذا كانت هذه القيمة الاسمية تساوي مثلا 100 دولار فإن سعر هذا السند في السوق يساوي حينئذ 80.50 دولار . أما إذا كانت القيمة الاسمية مثلا 1000 دولار فإن سعـر هذا السنـد في السوق سيساوي 805 دولار . وإذا ما أشـارت الصحـف على أن سعـر

ورقـة مالـية ما قد تغير (Change (Chg عن اليوم السابق بزيادة قدرها + 0.24 فهذا يعني أن سعرها قـد زاد بما يعادل $\frac{24}{32}$ % أي 0.75 % عن سـعرها السائـد لحظة الاتفـاق في اليـوم السابق [هندي ، 1999 ، ص 44-45] . وعادة ما تنشر أسعار السندات في الصحف المتخصصة مثل جريدة وول ستريت Wall Street Journal كما يلي :

Rate	Maturity Mon	Year	Bid	Asked	Chg	Ask. Yld
11 1/4	Feb	1998	112:15	112:19	+ 8	7.41

يشير العمود الأول من اليسار إلى معدل الفائدة الاسمي الذي يحمله السند والمتمثل في 11.25 % من قيمته الاسمية ، بينما يشير العمود الثاني والثالث إلى تاريخ الاستحقاق والمحدد بـ فيفري 1998 ، أما العمود الرابع فيبين السعر الذي يمكن من خلاله بيع السند إلى السمسار ، أي سعر الشراء والذي يبلغ $112\frac{15}{32}$ أي 112.469 ، بمعنى أن السند الذي قيمته الاسمية 100 دولار يشترى في السوق بمبلغ 112.469 دولار ، أما إذا كانت القيمة الاسمية تساوي مثلا 1000 دولار فسعر الشراء يكون 1124.69 دولار . بينما يشير العمود الخامس إلى سعر البيع المطلوب من قبل السمسار المتمثل في $112\frac{19}{32}$ أي 112.594 لكل قيمة اسمية تساوي 100 دولار مثلا . العمود السادس يعبر عن التغير في سعر الشراء ما بين سعر إقفال الأمس واليوم والبالغ $\frac{8}{32}$ أي 0.25 . أما العمود الأخير فيوضح المعدل الحالي للعائد على الاستثمار في تلك السندات ، والذي يتمثل في نسبة الفوائد السنوية إلى القيمة السوقية للسند ، ويقصد بالقيمة السوقية القيمة التي يشترى بها السند والتي تتمثل في مثالنا السابق في مبلغ 112.469 دج]هندي ، 1999 ، ص 46 [.

هذا بصورة عامـة إلا أنه يمكن ملاحظة أن بعـض الصحف ممكن أن تكتفي فقط بإظهار سعر واحد للورقـة المالية ، وهو السعر الذي نفذت به آخر عملية سواء كانت في صورة بيع أو في صورة شراء Execution Price وذلك رغبة في التبسيط على المستثمر الذي يتابع حركة الأسعار ، وأيضا من أجل إخفاء مقدار العمولة التي يحصل عليها التاجر (الوسيط) والتي يمكن حسابها بطرح القيمة التي تشترى بها الورقة المالية Bid Price من القيمة التي تباع بها Asked Price .

أما النوع الثالث من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومات المركزية فهي التي تسمى بالإصدارات الخاصة Special Issues والتي تصدرها وزارة الخزانة الأمريكية ولكنها لا تباع للجمهور ، بل تباع إلى منظمات حكومية لديها أموال ترغب في استثمارها . ومن أمثلة هذه المنظمات والهيئات تلك المنظمات التي تقوم على استثمار الأموال المخصومة من مرتبات موظفي الدولة بغرض تأمين نهاية الخدمة أو التأمين على الحياة ، صناديق الضمان الاجتماعي وصناديق المعاشات وغيرها .

هذا بالإضافة إلى أنه يعتبر في حكم الإصدارات الخاصة تلك السندات التي تصدرها بعض الهيئات التابعة للحكومة المركزية مثل البنك الفيدرالي لقروض الإسكان . ونظرا لأن هذه الهيئات تتمتع بشخصية معنوية مستقلة ، وأن احتمال تعثرها في سداد قيمة السندات المصدرة والفوائد في مواعيد الاستحقاق هو أمر محتمل الوقوع ، بمعنى أن خطر التوقف عن الدفع ليس معدوما كما هو الحال في السندات الحكومية الأخرى ، ولهذا فإنه من المتوقع أن تحمل هذه السندات معدل عائد أكبر من المعدل الذي تتضمنه السندات المماثلة التي تصدرها الحكومات الفيدرالية ذاتها ، أو أن تباع بخصم يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر الاضافية المرتبطة بالاستثمار في هذا النوع من السندات .

- **السندات التي تصدرها الحكومات المحلية** : على غرار الحكومة المركزية فإن القانون الأمريكي يمنح الحكومات المحلية الحق في الاقتراض من خلال إصدار سندات تتفاوت من حيث القيمة الاسمية ، تاريخ الاستحقاق ، معدلات الفائدة ، وكذا الضمانات المتاحة . وقد تكون هذا السندات لحاملها ، أي قابلة للتداول بكل حرية ، ومن ثم فإن الفائدة المستحقة عليها تدفع لحامل السند . كما أنها قد تكون سندات مسجلة باسم المشتري Registered Bonds ، أي سندات اسمية ، ومن ثم فهي غير قابلة للتداول في الأسواق المالية ، أما الفوائد المستحقة عليها فتصدر بشيكات تحمل اسم المشتري .

وعـادة ما ينظر للاستثمار في هـذه السنـدات ، أي السندات التي تصدر عن الحكومات المحلية ، على أنه ينطوي على مخاطـر أكـبر من تلك التي ينطـوي عليها الاستثمار في السندات الصادرة عن الحكومة المركزية ، وذلك بسبب أن عائد السندات الصادرة عن الحكومة المركزية يكون دائما معفى من الضرائب ، هذا بالإضافة إلى أن مخاطر التوقف عن الدفع أو مخاطر تأجيله تعتبر معدومة ، حيث يمكن للحكومة المركزية زيادة مواردها المالية لمواجهة خدمة الدين عن طريق إصدار المزيد من النقود أو عن طريق فرض ضرائب جديدة . أما الحكومات المحلية فليس من حقها إصدار النقود ، كما أن قدرتها على فرض ضرائب جديدة عادة ما تكون محدودة [هندي ، 1999 ، ص 42] .

ومن هنا قد ينص في قانون إصدار تلك السندات على إعفائها من الخضوع للضريبة التي تفرضها الحكومة المركزية ، غير أن هذا الإعفاء يقتصر فقط على العائد المتمثل في الفوائد دون أن يمتد إلى الأرباح الرأسمالية التي ممكن أن تنتج نتيجة بيع هذه السندات . وبالتالي فإن الاستثمار في هذه السندات بهذه الطريقة سوف يحقق فائدة للطرفين المستثمر (المقرض) والحكومة المحلية (المقترض) . فبالنسبة للمستثمر تعتبر الفائدة التي يحصل عليها دخلا صافيا غير منقوص منه الضرائب ، أما الحكومة المحلية فتستطيع استغلال فكرة الإعفاء الضريبي في إصدار سندات بمعدلات منخفضة دون أن يؤدي ذلك إلى الإضرار بالمستثمر طالما أن هذا الانخفاض سيعوضه الإعفاء الضريبي ، وهي بالتالي تستطيع الحصول على موارد تمويل بأسعار فائدة منخفضة نسبيا .

أما في غياب الإعفاء الضريبي ، ورغبة منها في خلق جو من الثقة لدى المستثمرين ، وكذا خلق سوق نشط لتلك السندات فقد تعمد الحكومات المحلية لتقديم ضمانات للمستثمرين تتمثل مثلا في التأمين

على السندات التي تصدرها ، أو ربط إيرادات حكومية معينة لخدمة تلك السندات . وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين نوعين من السندات ؛ الأول يستند إلى التزام عام بالوفاء General Obligation Bonds من خـلال سلطة الحكومـة المحلية في فـرض وتحصيل الضرائـب ، أما النـوع الثاني فهو يستند إلى التـزام محـدد بالوفاء Limited Obligation Bonds وذلك من متحصلات المشروعات التي تستخدم السندات في تمويلها [هندي ، 1999 ، ص 50-51] .

وتنقسم السندات ذات الالتزام المحدد بدورها إلى نوعين ؛ يتمثل الأول في سندات تصدرها الحكومـة المحلية لتمويـل مشروعات للمرافق العامة ، يتولد عنها عائد تستخدم حصيلته لخدمة تلك السندات . أما النوع الثاني فيتمثل في السندات المضمونة بإيرادات والمعفاة أيضا من الضرائب ، والتي تلجأ إليها الحكومات المحلية لتمويل مشروعات معينة تباع إلى المنشآت ، وبالتالي فهي تستخدم حصيلة البيع كضمان لخدمة السندات المصدرة . ومن بين المشروعات هذه قد نجد مشروعات الحماية من التلوث الصناعي للبيئة التي تباع في النهاية إلى المنشآت التي تسبب التلوث الصناعي . إلا أن هذا النوع لقي انتقادات كبيرة حول الإعفاء الضريبي المزدوج الذي يتمتع به . فالمستثمر الذي يشتري هذه السندات يتمتع بإعفاء ضريبي على الفوائد المتولدة عنها ، كما أن القيمة التي تدفعها المنشأة لشراء المشروع تعد من المصاريف التحميلية وبالتالي فهي تخصم قبل فرض الضريبة .

4-3 التمـويـل الـذاتـي (الأربـاح المحتـجـزة)

يعرف التمويل الذاتي على أنه تمويل داخلي شاغر أو مخزن للاستغلال وللاستثمار يهدف إلى تحقيق رأس مال يضمن استقرار ونمو المنشأة ، ويعتبر ضامن للتعويض وتسديد القروض ، ولذا يعتبر عامل أساسي في قدرة المنشأة على الاستدانة ، كما أنه عادة ما ينظر إليه على أنه محرك لنمو المنشأة .

تعتمـد المنشآت في تمويل جزء لا يستهان به من احتياجاتها المالية على الأرباح المحتجزة . وسياسة توزيع الأربـاح هي تلك السياسة التي تحدد ذلك الجزء من الأربـاح الذي يـوزع على المساهمين وأيضا الجزء الذي يحتجز ، حيث يمثل هذا الجـزء مصدرا رئيسيا لتمويل المنشأة وخاصة بغرض النمو والتوسع .

وإذا كان هدف النمو والتوسع من الأهداف المرغوب فيها فإن توزيع الأرباح من الأشياء المرغوب فيها أيضا ، أي أن لسياسة توزيع الأرباح هدفين وكلاهما مرغوب فيه . حيث أن إجراء توزيع للأرباح وزيادة معدل هذا التوزيع يعني انخفاض الأرباح المحتجزة والذي يترتب عنه انخفاض أو بطء في معدل نمو هذه الأرباح مستقبلا ، وهذا ما قد يؤثر على القيمة السوقية للأسهم .

من خلال العرض السابق لخصائص وسمات كل نوع من أنواع التمويل طويل الأجل يمكن نستخلص أنها تدور حول أربع نقاط أساسية وهي تكلفة كل مصدر ، الاستحقاق ، ومدى تدخلها أو عدم تدخلها في إدارة المنشأة ودرجة المخاطر المرتبطة بكل نوع .

وإذا اســترشدنا بهذه النقــاط يمكن المقارنة بين التمويــل بالاقتراض أو بالملكية وخاصــة الأسهــم العاديــة كالآتــي :

1 - أن التمويــل بالاقتراض يعتبر أقل تكلفة من التمويــل بالأسهم وذلك لأن الفوائــد التي تمنح للدائنين تعتبر من المصاريف التحميلية والتي تحقــق للمنشأة وفــورات ضريبية ، بعكس الأرباح التي يحصل عليها المساهمين والتي تــكون من صافي الأربــاح بعد الضريبة . هــذا بالإضافــة إلى أن حملة الأسهــم يتعرضوا لمخاطر أكبر نسبيا من المخاطــر التي يتعرض لها المقرضين ، وذلك بسبب إلزامية تسديــد الفوائد على القروض مهما كانت نتيجة الــدورة من ربح أو خسارة ، أما الأرباح على الأسهم فهي تخضع لظروف وقرارات المنشأة ، فلا توزع إلا إذا حققت المنشأة أرباحا وقررت توزيع هذه الأرباح أو جزءا منها .

2 - القروض على عكس الأسهم لها تاريخ استحقاق ومن ثم يجب على المنشأة العمل على توفير القدر المناسب من النقديــة لسداد القرض عند حلول أجله وإلا ســوف يترتب على ذلك تعريض المنشأة للإفلاس ، أما الأسهم فليس لها تاريخ استحقاق وليس معنى ذلك التزام حامل السهم بالاحتفاظ بــه بصورة دائمة ولكنه له حق نقل ملكيته بالبيع أو أي طرق أخرى .

3 - ليس للمقرضين حق التدخل في إدارة الشركة وذلك عكس حملة الأسهم العادية والذين يمثلون الملكية الأصلية في المنشأة . ولكن ليست هذه دائما هي الحالة السائدة ، ففي الحالات التي يكون فيها الاقتراض غير متاح بالصورة المناسبة للمنشأة قد تضطر هذه الأخيرة على قبول شروط المقرضين والتي ممكن أن تكون في صورة الحفاظ على طاقم الإدارة الحالي ، أو شروط خاصة بنمط التسيير أو الإنتاج ...

4 - يؤدي التوسع في الاقتراض إلى تعرض المنشأة لنوع من المخاطر يطلق عليها مخاطر مالية مما يؤثر على هدف تعظيم ثروة الملاك .

5 – تعتبر تكلفة التعاقد على القروض أقل من تكلفة إصدار الأسهم ، وخاصة إذا كانت المنشأة تتمتع بمركز ائتماني جيد . وذلك لعدم وجود ضمان لتصريف كامل الأسهم المصدرة بقيمتها الاسمية إذ قد تضطر المنشأة إلى تخفيض قيمتها من أجل توزيعها أو تصريفها .

ويتبين لنا من هذه المقارنة أن كل مصدر له مزايا وعيوب ، وهذا يتطلب أن يكون المدير المالي يقظا في اختيار بديل التمويل المناسب الذي لا يؤثر على ربحية المنشأة وبالتالي لا يؤثر على القيمة

السوقية لها وذلك من خلال تأثر القيمة السوقية للملاك . ومن هنا فإن السؤال الذي يطرح نفسه هو كيف تتم المفاضلة بين مصادر التمويل بما يحقق هذا الهدف ؟ سوف تكون الإجابة عن هذا التساؤل من خـلال الفصل الموالي ، والذي سيخصص لمناقشة تكلفة الأموال .

الفـصـل الثـانـي

تكـالـفـة التمـويـل

تمهيد

تناولنا في الفصل السابق المصادر المختلفة التي قد تتاح للمنشأة لتمويل استثماراتها ، ولقد ميزنا في هذا الصدد بين مصادر التمويل قصير الأجل وبين مصادر التمويل متوسط وطويل الأجل ، الذين يكونون الهيكل المالي للمنشأة . وفي هذا الفصل سنتعرض لكيفية تقدير تكلفة الأموال من كل مصدر ، تمهيدا للوصول إلى رقم واحد يمثل تكلفة الأموال للمنشأة ككل . وترجع أهمية تقدير تكلفة الأموال إلى أنها تعتبر من أهم العمليات التي ترتكز عليها القرارات المالية ، وذلك على اعتبار أن تكلفة التمويل هذه تعد بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار . فالاستثمار الذي لا يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة الأموال ينبغي رفضه ، إذ أن قبوله من شأنه أن يؤثر سلبيا على ثروة الملاك أي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية .

هذا بالإضافة إلى أن تكلفة الأموال تتوقف على نوعية الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه . وبالطبع كلما انخفضت تكلفة الأموال كلما كان لذلك أثرا إيجابيا على قيمة المنشأة ، أي القيمة السوقية لأسهمها العادية وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها . ومن هنا فإن الاهتمام بتأثير مصادر التمويل المستخدمة على القيمة السوقية للأسهم العادية في المدى الطويل يعتبر من ضروريات الإدارة المالية في المنشأة . بمعنى آخر ، على المنشأة أن تختار الهيكل المالي المناسب الذي يحقق التوازن بين العائد والمخاطر الناجمين عنه .

وتحقـيق هذا الـهدف يتوقف على المفاضلة بين مصادر التمويل البديلة المتاحة والاختيار فيما بينها . وهذا يقتضي بدوره ضرورة قياس العائد المتوقع أن يحصل عليه حملة الأسهم العادية في ظل كل هيكل مالي ، وأيضا قياس المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد ، والعمل على الموازنة بينهما .

غير أنه ينبغي أن نأخذ بعين الاعتبار أن استخدام تكلفة الأموال لغرض تحقيق هدف المنشأة ، والمتمثل في تعظيم ثروة الملاك ، يقتضي توافر ثلاثة شروط هي :

- أن جميع الاقتراحات الاستثمارية على نفس الدرجة من المخاطر ،
- وأنها تتماثل من حيث الخصائص ،
- وأن تنفيذ أي من الاقتراحات المعروضة لن يغير من مستوى مخاطر عمليات المنشأة ككل .

ومن هنا فإن معالجتنا لتكلفة الأموال سوف تتمحور حول ثلاث نقاط رئيسية ؛ تتمثل النقطة الأولى في عرض مختلف العوامل التي من شأنها أن تؤثر على تكلفة التمويل ، أما النقطة الثانية فتتعلق بكيفية تقدير تكلفة كل عنصر من العناصر المكونة للهيكل المالي للمنشأة . بينما تتعلق النقطة الثالثة بكيفية تقدير تكلفة التمويل للمنشأة .

1- العـوامـل المـؤثـرة على تكلفـة الأمـوال

تتمثل تكلفة الأموال في تكلفة الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي والذي عادة ما يتضمن الائتمان التجاري ، والائتمان المصرفي ، والاقتراض متوسط وطويل الأجل (السندات) ، والأسهم

الممتازة ، وحقوق الملكية التي تتكون من الأسهم العادية والأرباح المحتجزة . وعادة ما تتأثر تكلفة الأموال بعوامل عامة تؤثر على كافة العناصر المكونة للهيكل المالي ، وبعوامل خاصة تتعلق بكل عنصر على حده . كما تتأثر تكلفة الأموال كذلك بالقرار المحدد للخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه . وفيما يلي نستعرض مجموعة من هذه العوامل بنوع من الإيجاز والاختصار .

1-1- العـوامل العـامــة

يتوقع المستثمرون الذين يزودون المنشأة بالأموال (ملاك و دائنين) الحصول على عائد يكفي لتعويضهم عن حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق اشباعات (منافع) حاضرة نظرا لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار . كما يتوقعون كذلك الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم .

ويعتبر الجزء الأول من العائد تعويض للمستثمر عن عنصر الزمن ، إذ أنه عائد يحصل عليه كتعويض عن تأجيل الحصول على إشباع من أموال يمتلكها . وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر الحصول عليه لو أنه أستثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأي مخاطر ، وهو ما يعادل العائد المتوقع على سندات حكومية لا تزيد فترة استحقاقها عن السنة ، وهو ما يطلق عليه بمعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر Risk Free Rate . ويتوقف هذا العائد - الذي يعتبر بالنسبة للمنشأة جزء من تكلفة أي مصدر تمويل - على الحالة الاقتصادية ، فكلما زاد الطلب على الأموال ، زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ، والعكس صحيح [هندي ، 1997 ، ص 524] .

أما بالنسبة للجزء الثاني من العائد والذي يحصل عليه المستثمر لتعويضه عن المخاطر التي يتعرض لها العائد من الاستثمار ذاته ، فيطلق عليه بدل المخاطرة Risk Premium ، الذي سنتعرض له تفصيلا عند مناقشة تأثير العوامل الخاصة بكل عنصر . ولكن ما هو الموقف بالنسبة لمخاطر التضخم ؟ يؤكد بيتي وزملاؤه [Petty et al , 1982, p. 373] على أن معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ينبغي أن يتضـمن جـزء إضافي لتعويـض المستثمر عن مخاطر انخفاض القوة الشرائية للأموال المستثمرة ، وهم بذلك ينظرون إلى بدل المخاطرة على أنه تعويض عن المخاطر التي تتعلق بالمنشأة ذاتها وهي مخاطر التشغيل والمخاطر المالية . كما ينظرون إلى معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر على أنه معدل العائد على الاستثمار الخالي من مخاطر التشغيل والمخاطر المالية ، ولهذا ينبغي أن يكفي أيضا لتعويض المستثمر عن مخاطر التضخم . وهذا بالطبع لا يغير من طبيعة هذا العائد ، إذ مازال تعويضا عن عنصر الزمن وما يخبئه من مخاطر قد يتعرض لها العائد . ومن هنا فإن تكلفة عنصر الزمن يمكن التعبير عنها بالمعادلة التاليـة :

$$K = r + i \qquad (1 - 2)$$

حيث أن K تمثل العائد مقابل عنصر الزمن ، أي معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطـر ، والذي يتكون من جزئين : جزء لتعويض المستثمر عن تأجيله إشباع حاجات أو منافع حاضرة من أجل الإستثمار " r " أما الجزء الآخر فهو تعويض عن مخاطر أخرى ترتبط بالزمن وهي مخاطر التضخم " i " .

1-2- العـوامـل الخـاصـة بكـل عنـصـر

تتفاوت مصادر التمويل من حيث المخاطر التي تتعرض لها ؛ فالمقرضون أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم ، إذ أن لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المنشأة للربح من عدمه ، كما أنه لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس . يأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة ، إذ أنهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين ، إلا أنهم أقل عرضة للمخاطر بالمقارنة مع حملة الأسهم العادية . فحملة الأسهم الممتازة يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء في الحصول على نصيبهم من الأرباح - إذا ما تقرر توزيعها - أو في حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس . وهكذا يأتي حملة الأسهم العادية في نهاية القائمة فهم يتحملون مخاطر أكبر مما يتحمل الآخرون . ونظرا لأن التكلفة التي تدفعها المنشأة (العائد الذي يحصل عليه المستثمرين) تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة ، لذا فمن المتوقع أن يكون الإقتراض هو أقل مصادر التمويل تكلفة ، وأن تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة ، بينما تأتي الأسهم الممتازة في منتصف الطريـق [هندي ، 1997 ، ص 525-526] .

1-3- قـرار المنشـأة بشـأن الهيكـل المـالـي

عادة ما تضع المنشآت سياسة محددة بشأن الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي ، ونسبة كل عنصر فيه . فقد تقرر المنشأة مثلا الإعتماد على القروض وحقوق الملكية في تمويل إستثماراتها ومن هنا تستبعد الأسهم الممتازة ، كما قد تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط الذي قررت الإعتماد عليه في تمويل إستثماراتها . وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة لإختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر ، لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا لقرار المنشأة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه .

يقتضي تقدير تكلفة الأموال الوقوف على تكلفة كل عنصر من العناصر التي يتضمنها الهيكل المالي . ولقد سبق أن تناولنا في المبحث السابق كيفية تقدير تكلفة التمويل من المصادر قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل ، لذا فسوف يقتصر إهتمامنا في هذا المبحث على تقدير تكلفة التمويل من المصادر طويلـة الأجـل فقط ، والتي تتمثل أساسـا في الاقتراض طويل الأجل ، والأسهم الممتازة ، والأسهم العادية ، والأرباح المحتجزة .

2- تكـلـفـة الاقـتراض

تتمثل تكلفة الاقتراض Cost of Debt في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المنشأة للمقرض ، وذلك بعد تعديله لأغراض الضريبة أي بعد استبعاد الوفورات الضريبية ، وسبقت الإشارة إليه عند تناول القروض المصرفية . ولكن كيف يمكن تقدير هذه التكلفة ؟ سواء كان الاقتراض في صورة سندات تصدرها المنشأة أو في صورة قرض تتعاقد عليه ، فإن عملية الاقتراض يترتب عليها تدفقات داخلة تحصل عليها المنشأة عند بـيع السندات أو التعاقد على القرض ، كما يترتب عليها تدفقات خارجة تتمثل في الفوائد التي تدفعها سنويا ، بالإضافة إلى قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي سدادها في تاريخ الاستحقاق . ونظرا لتفاوت تواريخ التدفقات النقدية الخارجة ، فإنه يمكن الاستعانة بفكرة معدل العائد الداخلي لتقدير تكلفة الاقتراض [هندي ، 1997 ، ص 527] . بعبارة أكثر تحديدا ، سوف تتمثل تكلفة الاقتراض في معدل الخصم الذي يتساوى عنده صافي محصلات الأموال المقترضة [1] مع القيمة الحالية للتدفقات التي تدفعها المنشأة للمقرض ، وهذا ما توضحه المعادلة التالية :

$$ND = \sum_{i=1}^{n} I^{*}\left(\frac{1}{1+\hat{r}}\right)^{i} + Dt\left(\frac{1}{1+\hat{r}}\right)^{n} \qquad (2 - 2)$$

حيث ND تمثل صافي متحصلات الأموال المقترضة ، أي قيمة القرض أو قيمة السند مطروحا منها مصروفـات التعاقد أو مصروفات الإصـدار ، وذلك بعد خصم الوفورات الضريبية المترتبة على تلك المصـروفات . *I تمثل التدفقـات النقديـة الخارجة المتمثـلة في الفوائـد الدورية بعد خصم الضريبة ، في حـين أن Dt تمثل قيمـة الأموال المقترضـة التي ينبغـي سدادهـا في تاريـخ الاستحقـاق . أمـا $\hat{r}$ فتمثل معـدل الخصم الذي يتساوى عنده طرفي المعادلـة ، وهو ما يمثل في نفس الوقت تكلفة الاقتراض بالنسبة للمنشأة .

3- تكلـفـة التمـويـل بالملكـيـة

3-1- تكلـفـة الأسهـم الممـتـازة

يحصل حملة الأسهم الممتازة على عائد ثابت يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم . فإذا ما رمزنا للقيمة التي بيع بها السهم بالرمز P و لقيمة التوزيعات السنوية بالرمز D فإن معدل العائد الذي يحصل عليه حملة هذه الأسهم ، يتحدد بالمعادلة التالية :

[1]) نعني بصافي متحصلات الأموال المقترضة القيمة الإسمية للقرض مطروحا منها مصاريف الإقتراض بعد إستبعاد قيمة الوفورات الضريبية على تلك المصاريف .

$$R = \frac{D}{P} \qquad (3 - 2)$$

غير أن هذا العائد عادة ما يقل عن التكلفة الفعلية التي تتكبدها المنشأة من جراء الإعتماد على الأسهم الممتازة في التمويل ، لماذا ؟ لأن القيمة الفعلية للمتحصلات من بيع الأسهم الممتازة عادة ما تقل عن القيمة الإسمية لتلك الأسهم ، ويتمثل الفرق في تكاليف الإصدار . وإذا ما أخذنا في الحسبان أيضا أن التوزيعات على حملة الأسهم الممتازة لا تخضع للضريبة ، فسوف يتضح أن تكلفة الأسهم الممتازة تفوق العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم وهو ما توضحه المعادلة :

$$\frac{D}{P - PC} = \text{تكلفـة التمـويـل للسهـم الممتـاز} \qquad (4 - 2)$$

$$= \frac{D}{P(1 - C)}$$

حيـث C تمثل نسبة المصروفات والخصومات المصاحبة للإصـدار إلى القيمة التي يبيع بها السهـم ، أما $P(1 - C)$ فتمثل صافي المتحصلات من بيع السهم .

2-3- تكلـفـة الأسهـم العـاديـة

إلى جانب القروض الإضافية وإصدار أسهم ممتازة جديدة ، يمكن للمنشأة إصدار المزيد من الأسهم العادية لاستخدام حصيلتها في تمويل اقتراحات استثمارية . ويطلق على هذا النوع من التمويل اسم التمويل عن طريق حقوق ملكية خارجية External Common Equity أي من أموال يدفعها ملاك قدامى أو جدد من ثرواتهم الخاصة ، وذلك تمييزا له عن التمويل الذاتي أو الداخلي الذي تحصل عليه المنشأة من الملاك القدامى Internal Common Equity ، والمتمثل في الأرباح التي تقرر الإدارة احتجازها بدلا من توزيعها عليهم .

و يقتضي تقدير تكلفة استخدام الأسهم العادية في التمويل ، ضرورة التعرض لنموذج القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية لتقييم الأسهم العادية ، واستنباط معدل العائد الذي يطلبه حملتها . يشير هذا النموذج إلى أن القيمة السوقية للسهم تتمثل في القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المستقبلية ، وحيث أن الأسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق معين ، فإن التدفقات النقدية سوف تتمثل فقط في التوزيعات التي يحصل عليها المستثمر ، وسيتم التطرق لتحديد وقياس هذه التكلفة بالتفصيل في الفصل الثالث عند تناولنا لتحديد سعر السهم في السوق انطلاقا من قيمة الأرباح الموزعة .

و نظرا لأن التوزيعات على حملة الأسهم العادية لا تعد من المصروفات التي تخصم لأغراض الضريبة - شأنها في ذلك شأن التوزيعات على حملة الأسهم الممتازة - فإنه لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية ، بما يعني أن قيمة R تمثل المعدل الفعلي لتكلفة الأسهم العادية .

3-3- تكلـفـة الأربـاح المحتجـزة

تمثل الأرباح المحتجزة Retained Earnings أرباح تحققت ، غير أن المنشأة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم ، وذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مستقبلة . وبالطبع لا ينبغي احتجاز الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع من استثمارها ، يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار في فرص بديلة متاحة للملاك . ونظرا لأن احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي مصروفات ، فإن تكلفة الاعتماد على هذه الأموال في التمويل تتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الاستثمار ، والذي يمـكن حسابـه باستخدام نموذج القيمة الحالـية للمكاسب . فإذا فـرض أن التوزيعات المتوقعة في السنـة المقبـلة لإحـدى المنشآت هي 12 دج للسهـم الواحـد ، وتنمو هـذه التوزيـعات بمـعدل سنـوي ثابت قدره 8 % ، وكانت القيمة السوقية للسهم الواحد 100 دج ، فإن تكلفة الأرباح المحتجزة سـوف تبلـغ 20 % .

تكلـفـة الأربـاح المحتجـزة = $0,08+\frac{12}{100}=0,20=20\%$

ولا يعتبر نموذج القيمة الحالية للمكاسب هو النموذج الوحيد الذي يمكن استخدامه في حساب تكلفة الأرباح المحتجزة ، فطالما أن هذه التكلفة تساوي معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الاستثمار ، فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM يمكن أن يكون بديلا في هذا الشأن .

4- تكلـفـة الأمـوال

سبق أن ذكرنا أن تكلفة الأموال تتوقف على تركيبة الخليط المكون للهيكل المالي ، و تكلفة كل عنصر فيه . ونظرا لأن نسبة العناصر المكونة للخليط ليست متساوية أيضا ، فإنه يصبح من الخطأ استخدام فكرة المتوسط الحسابي البسيط لتقدير تكلفة الأموال ، ويصبح استخدام المتوسط الحسابي المرجع بالأوزان Capital Weighted Average Cost ضرورة لا مناص منها . ولكن أي خليط ينبغي أن تتحدد على أساسه تكلفة الأموال ؟ هل هو الخليط الذي يمثل الهيكل الفعلي ؟ أم الخليط الذي يمثل الهيكل المستهدف ؟ أم الخليط الذي سوف يستخدم في تمويل الاقتراح محل البحث ؟ إن الإجابة على هذه الأسئلة تقتضي التعرض للمداخل البديلة في حساب تكلفة الأموال ، والتي تتمثل في :

1- تقدير تكلفة الأموال على أساس الأوزان الفعلية للعناصر .

2- تقدير تكلفة الأموال على أساس الأوزان المستهدفة للعناصر .

3- تقدير تكلفة الأموال على أساس أوزان العناصر التي سوف تستخدم في تمويل الاقتراح الاستثماري محل البحث .

4-1- مدخل الأوزان الفعلية أو التاريخية

إن حساب تكلفة الأموال على أساس الوزن التاريخي أو الفعلي Historical Weight لقيمة العناصر المكونة للهيكل المالي للمنشأة يعد أمرا شائعا . و يعاب على هذا المدخل أن تكلفة الأموال في ظله سوف تتغير في كل مرة يتغير فيها الهيكل المالي ، سواء من حيث العناصر التي يتكون منها أو من حيث نسبة كل عنصر فيه وذلك بفرض ثبات تكلفة كل عنصر . وإذا ما كان لهذا التغير صفة الاستمرار ، فان حساب تكلفة الأموال على هذا النحو يعد ملائما في حالة واحدة فقط ، هي الحالة التي يكون فيها الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي هو خليـط مستقر أي لا يتغـير من وقت لآخـر ، وهو أمـر قد يكون بعـيد المنال ، ذلك أنه يعني أن أي أمـوال إضافـية تحصل عليها المنشأة لن تغـير من نسـب الخلـيط الذي يكون هيكلها المالـي . أو بعبارة أخـرى أن الأموال الإضافـية التي تحصـل عليها المنشـأة في المستقـبل ، لا بد وأن تكون من نفـس العناصر التي يتـكون منها الهيـكل الحالي وبنفـس النسب [هندي ، 1999 ، ص 536-537] .

هذا و تحسـب تكلفة الخلـيط الفعلي للهيكل المالـي للمنشـأة إما على أسـاس القيمة الدفترية (التاريخية) للعناصر التي يتكون منها الهيكل ، أوعلى أساس القيمة السوقية لها . وفيما يلي نعرض باختصار لهاتين الطريقتين .

4-1-1- تكلفة الأموال على أساس القيمة الدفترية

يعتمد هذا المدخل على حساب أوزان العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي ، وفقا للقيمة الدفترية لهذه العناصر Book Value Financial Structure . ولكن يقتضي التفاوت في القيمة الدفترية وكذا التفاوت في تكلفتها ضرورة استخدام فكرة المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لحساب تكلفة الأموال ، ويكون ذلك كما تبينه المعادلة التالية :

$$K = \sum_{i=1}^{n} k_i g_i \qquad (5-2)$$

$$= k_1 g_1 + k_2 g_2 + \ldots\ldots\ldots\ldots + k_n g_n$$

حيث نجد أن :

K : تمثل متوسط تكلفة الأموال ، والتي تعودنا أن نستخدمها في خصم التدفقات النقدية للاقتراحات الاستثمارية ذات المخاطر المتساوية .

g_i : تمثل وزن العنصر .

k_i : تمثل تكلفة العنصر .

4-1-2- تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية

يختلف هذا المدخل عن سابقه في أن أوزان العناصر التي يتضمنها الهيكل المالي تتحدد وفقا لقيمتها السوقية Market Value Weights . ويعتبر حساب تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية أكثر ملائمة من مثيله المحسوب على أساس القيمة الدفترية ، وذلك بسبب توافر شرط وحدة القياس . فتكلفة كل عنصر k_i تحسب على أساس ما هو سائد في السوق ، لذا يصبح من الضروري أن يتم حساب وزن العنصر والمتمثل في g_i على أساس قيمته السوقية . ولكن يجب أن يؤخذ بعين الاعتبار وكما هو معروف ، أن القيمة السوقـية للأسهم الممتازة والعاديـة وكذا السندات ممكن أن تختلف عن قيمتها الدفترية ، أما القروض فليس لها قيمة سوقية ومن ثم فهي تبقى كما هي بقيمتها الدفترية .

يعاب على مدخل القيمة السوقية لحساب الأوزان عدم وجود طريقة علمية دقيقة يمكن بمقتضاها تقدير القيمة السوقية للأرباح المحتجزة ، لذا قد يكون من الملائم البحث عن مدخل آخر لتقدير تكلفة الأموال .

4-2- مدخل الأوزان المستهدفة

سبق أن ذكرنا أنه من أهم الانتقادات الموجهة إلى مدخل الأوزان الفعلية ، هو أن التشكيلة التي يتكون منها الخليط قد تختلف من وقت لآخر ، مما قد يترتب عليه عدم الاستقرار في تكلفة الأموال ، وجعلها عديمة الجدوى . وللتغلب على هذه المشكلة يقترح استخدام مدخل بديل هو مدخل الأوزان المستهدفة Target Weights . ويقتضي هذا المدخل قيام المنشأة بوضع هيكل مالي مستهدف تسعى إلى تحقيقه وعدم الانحراف عنه بقدر الإمكان . ويوضح هذا الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليها في التمويـل ، والوزن النسبي لكل مصـدر . وعلى أساس هذا الهيكل يـتم تقديـر تكلفة الأموال بالنسبة للمنشأة ككل .

من أهم السمات المميزة للتكلفة المحسوبة على أساس الأوزان المستهدفة أنها لا تتغير إلا إذا تغير القرار المحدد للهيكل المالي المستهدف . و إذا لم يطرأ تغير على هذا القرار فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة بصرف النظر عن الهيكل المالي الفعلي ، أي سواء كان الهيكل المالي الفعلي للمنشأة يماثل الهيكل المستهدف لها أم لا . غير أن هذا الاستقرار والثبات قد يترتب عليه آثار غير محمودة . فإذا كانت أوزان العناصر مرتفعة التكلفة في الهيكل المالي الفعلي ، تفوق مثيلتها في الهيكل المالي المستهدف ، فإن تكلفة

الأموال المحسوبة على أساس المدخل المستهدف ستكون أقل من التكلفة الفعلية للأموال . و إذا تم تقييم الاقتراحات الاستثمارية على أساس معدل التكلفة للهيكل المستهدف ، فقد يترتب على ذلك قبول اقتراحات استثمارية كان ينبغي أن ترفض ، مما يترك أثرا عكسيا على ثروة الملاك .

يحدث هـذا عندما يكون معدل العائـد المتوقع على الاقتراح الاستثماري يزيـد عن تكلفة الأموال المحسوبة على أساس المدخل المستهدف ، ولكنه يقل عن تكلفة الأموال المحسوبة على أساس المدخل الفعلي .

4-3- المدخل الحدي

يقوم مدخل الخليط الفعلي على تقدير تكلفة الأموال على ضوء الأوزان الفعلية للعناصر المكونة للهيكل المالي ، بينما يقوم المدخل المستهدف على تقدير تكلفة الأموال على ضوء الأوزان المستهدفة للعناصر داخل الهيكل المالي . أما في ظل المدخل الحدي Marginal Cost of Capital فإن تكلفة الأموال يتم حسابها على أساس أوزان العناصر التي تستخدم في تمويل الاقتراحات الاستثمارية المعروضة . ومعنى هذا أن تكلفة الأمـوال في ظل هذا المدخل سـوف تختلف من اقـتراح إلى آخر ، إذا ما اختلفت المصادر المستخدمة في تمويله أو اختلفـت أوزان تلك المصادر ، وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها . وبالطبع إذ اختلفت أوزان العناصر المستخدمة في تمويل الاقتراح أو اختلفت العناصر ذاتها ، فيتوقع أن تختلف تكلفة الأموال .

يتصف المدخل الحدي لحساب تكلفة الأموال بأنه مدخل واقعي ، غير أن استخدامه كأساس لتقييم الاقتراحات الاستثمارية يحتمل أن يترتب عليه تأثير عكسي على ثروة الملاك في المدى الطويل .

5- حـدود استخـدام القـروض في الهيـكـل المـالـي

يعتقد معظم المحللون أن الاستعانة بالقروض في تمويـل الأصول قد يـترك آثارا إيجابية على ثروة الملاك ، إذا ما كانت نسبة القروض إلى مجمـوع الأصول أو إلى حقوق الملكية غير مبالغ فيها . غير أن فرص المنشآت في الاعتماد على القـروض في التمويـل ليست متساويـة ، فبعض المنشآت لا يمكنها - أو ربما لا ينبغي عليها - الاعتماد بدرجة كبيرة على القروض بعكس البعض الآخر . وتمثل المتغيرات الآتية أهم المحددات التي تحكم المدى الذي يمكن أن تذهب إليه المنشأة في اعتمادها على القروض في التمويل .

1- هيكل الأصول : يشير سكوت (Scott, 1977) إلى أن المنشأة التي تمتلك أصولا يمكن تقديمها كضمان للمقرضين ، يكون لديها الدافع لأن تعتمد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة . ذلك لأنها لو عمدت إلى إصدار أسهم وقت أن تكون فيه أسعار الأسهم مرتفعة ، فإن المستثمر قد يعتقد بأن القيمة

الدفترية لأصول المنشأة لا تعبر عن قيمتها الحقيقية بل مبالغ فيها ، مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم .

ولكي يتجنب الملاك إنخفاض القيمة السوقية للأسهم والذي يمكن أن يطلق عليه تكلفة الوكالة لحقوق الملكية Agency Cost of Equity فقد يفضلون الإقتراض بضمان الأصول ، إذ من شأن الضمان أن يجعل تكلفة الوكالة للقروض Agency Cost of Debt أقل من تكلفة الوكالة لحقوق الملكية . أما إذا لم توجد أصول يمكن تقديمها كضمان فسوف ترتفع تكلفة الوكالة للقروض ، مما يدفع المقرضين لوضع شروط يترتب عليها في النهاية ارتفاع تكلفة الاقتراض ، مما يضطر المنشأة للاعتماد بدرجة أكبر على حقوق الملكية . ولقد أكدت دراسة هندي (1987) على ذلك ، إذ أتضح أن نسبة الاقتراض تزداد كلما زادت نسبة الأصول الثابتة بوصفها أكثر الأصول ملاءمة لتقديمها كضمان للمقرضين .

2- الشريحة الضريبية : تعتبر فوائد القروض من بين المصروفات التحميلية ، أي التي تحمل للدورة المالية والتي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة ، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك أثرا إيجابيا على قيمة المنشأة (M & M, 1969) . ونظرا للعلاقة الطردية بين معدل الضريبة وبين الوفورات الضريبية ، فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المنشأة التي تخضع للضريبة بمعدل مرتفع ، إلى الاعتماد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة .

3- معدل النمو : تميل المنشـآت التي يسيطر عليها مالك واحد أو عدد محدود من الملاك إلى الاقتراض ، وتوجيه الأموال المقترضة إلى استثمارات ما كان يمكن تنفذها من أموال الملكية بسبب ارتفاع تكلفة تلك الأموال . وهذا الاتجاه من شأنه أن يرفع تكلفة الوكالة ، وهي تكلفة ترتفع بمعدلات أكبر للمنشآت التي تتسم بمستوى عالي للنمو نظرا لتعدد الفرص المتاحة من هذه الاستثمارات . ولما كانت تكلفة الوكالة للقروض تعني ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة ، فقد يفضل الملاك في النهاية الاعتماد على مواردهم الذاتية . بعبارة أخرى يتوقع وجود علاقة عكسية بين معدل النمو ونسبة القروض طويلة الأجل في هيكل رأس المال [Titman and Wessels, 1988, p. 352] .

ومع هذا يشير مايرز [Myers, 1977, p. 402] إلى أنه في الحالات التي يمكن فيها للمنشأة أن تستبدل القروض طويلة الأجل بالقروض قصيرة الأجل ، التي تنطوي على مخاطر أقل للدائنين ، فسوف تنخفض تكلفة الوكالة وترتفع نسبة الأموال المقترضة . بعبارة أخرى يتوقع وجود علاقة طردية بين معدل النمو وبين نسبة القروض قصيرة الأجل .

4- درجة التخصص : كلما إتجهت المنشأة نحو التخصص كلما إرتفعت تكلفة الإفلاس ، وذلك بالمقارنة مع منشأة مماثلة تتبع سياسـة التنويع . ولما كان الإقتراض من شأنه أن يزيد من مخاطر الإفلاس ، فإنه

يصبح من المتوقع أن تميل المنشآت التي تعتمد على منتوج واحد إلى تخفيض نسبة القروض في هيكل رأس المال [Titman and Wessels, 1988, p. 353] تجنبا لمزيد من المخاطر.

5- طبيعة الصناعة : ترتفع تكلفة الإفلاس للمنشآت التي تنتج سلعا تحتاج إلى خدمة بعد بيعها ، ومن ثم يتوقع أن تميل تلك المنشآت إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال ، تجنبا لمزيد من مخاطر الإفلاس [Titman and Wessels, 1988, p. 353] .

6- حجـم المنشـأة : تكشـف الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين حجم المنشأة وبين مخاطر الإفـلاس . فالمنشآت الكبـيرة التي عـادة ما يتسم نشاطها بقـدر من التنويـع ، تتعرض لتلك المخاطـر بدرجة أقـل ، ومـن ثم يـكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المـال [Titman and Wessels, 1988, pp. 354-355] وهو ما أكدته دراسة هندي وحنفي (1988) ، غير أن سميث (Smith, 1977) قد أشار إلى إختلاف الوضع بالنسبة للمنشآت الصغيرة ، فتكلفة إصدار الأسهم والسندات لتلك المنشآت عادة ما يكون مرتفع ، بشكل قد تفضل معه الإعتماد بدرجة أكبر على القروض في التمويل .

7- مخاطر التشغيـل : كلما إتسمت مبيعات المنشأة بالإستقرار كلما كان ذلك حافزا على زيادة نسبة الأموال المقترضة ، إذ يمكنها أن تخطط بدقة لسداد فوائد وأصل القرض في المواعيد المحددة ، ولهذا فهي لا تتعرض لمخاطر الإفلاس . أما إذا إتسمت المبيعات بالتقلب وعدم الإستقرار فقد تفضل المنشأة الإعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة [Titman and Wessels 1988, p.354] .

8- طبيعـة القـرض : إذا كانت القروض في صورة سندات قابلة للتحويل إلى أسهم قبل تاريخ الإستحقاق أو من النـوع الذي يمـكن إستدعاؤه Callability فيما بعد فإن مخاطر الوكالة تنخفض وتنخفض معها تكلفة الإقتراض ، بشكل يحتمل أن يشجع المنشأة على الإعتماد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة في التمويل .

9- تاريخ الاستحقـاق : مع ثبات العوامـل الأخرى على حالها ، تنطوي القـروض طويلة الأجل على مخاطـر ، بالنسبة للمقـرض تفـوق مخاطـر القـروض قصـيرة الأجـل . وبما أن الدائنون قادرون على تحويل المخاطـر إلى الملاك ، وذلك عن طريـق رفـع معدل الفائدة مثلا أو بوضـع شـروط أكبر ، فإنه يصـبح من المتوقع أن ترتفـع نسبة الأموال المقترضة والتي تكون في صورة قروض قصيرة الأجل [Myers, 1977, pp. 402-403] .

10- تكلفـة الوكالـة : عادة ما تستخدم بعض الآليات من أجل الحد من التعارض بين مصالح الملاك والدائنين والإدارة ، وهذه الآليات هي ما يسمى بتكلفة الوكالة لحقوق الملكية وتكلفة الوكالة للقروض . حيث يتوقع أن تتجه المنشأة إلى زيادة نسبة الأموال المقترضة عندما تكون تكلفة الوكالة لحقوق الملكية أكبر من تكلفة الوكالة للاقتراض ، والعكس صحيح . ولقد تم إثبات ذلك من خلال دراسات قام بها مجموعة من الباحثين والمهتمين ، حيث اتضح وجود علاقة عكسية بين تكلفة الاقتراض وبين نسبة القروض في هيكل رأس المال .

11- تركيز الملكيـة : يعتقد جينسن وماكلينج [Jensen and Meckling, 1976, p. 123] في أن المنشآت التي تتركز ملكيتها في شخص واحد أو مجموعة محدودة من الأشخاص ، تفضل الاتجاه إلى الاقتراض عن زيادة حقوق الملكية بدخول شركاء جدد ، لتجنب التكلفة المرتفعة للوكالة المرتبطة بالنوع الأخير من التمويل . بمعنى آخر ، فإن رغبة المساهمين الحاليين في السيطرة على الشركة قد يجعلهم يفضلون الاقتراض عن التمويل بالملكية . ومنه فكلما انعدمت أو انخفضت هذه الرغبة ، كلما انخفض الاتجاه نحو التمويل بالقروض .

12- مستوى الربحـية : بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة ، تأتى الأرباح المحتجزة في مقدمة مصادر التمويل من حيث الجاذبية ، تتبعها القروض التي لها تكلفة وكالة ولكن يقابلها وفورات ضريبية ، وأخيرا يأتي التمويل بإصدار أسهم جديدة الذي قد ينطوي على تكلفة وكالة دون وجـود للوفورات الضريبية . وبنـاءا عليه يصبح من المتوقع أن تتجه المنشآت التي تتميز بارتفاع معـدل ربحيتهـا - وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح - إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقـترضة وبدرجـة أكـبر على حقـوق الملكـية المتمثلة في الأرباح المحتجزة ، وهو ما أكدته بعـض الدراسـات [هـنـدي، 1988 ، ص 509] .

الخلاصـة

من خلال هذا العرض يمكن القول أن أسلوب التمويل سواء كان بالملكية أو الاقتراض يؤثر على ربحية المنشأة وبالتالي على ربحية السهم ، ومن هنا فإنه من الواجب على متخذ القرار الاهتمام بمدى تأثير اختيار معين للتمويل على القيمة السوقية للسهم في المدى الطويل . حيث أن المحدد الأساسي في عملية الاختيار والمفاضلة بين هياكل رأس المال المختلفة يتوقف على مقدار العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية ودرجة التقلب والمخاطرة المرتبطة بهذا العائـد .

تتمثل تكلفة الأموال في المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لتكلفة العناصر التي تكون الهيكل المالي للمنشأة . و تتأثر هذه التكلفة بثلاث مجموعات من العوامل : عوامل عامة تؤثر على تكلفة كافة عناصر الهيكل المالي ، وعوامل خاصة بكل عنصر ، وعوامل تتعلق بقرار المنشأة بشأن تشكيل الهيكل المالي .

وتواجه المنشأة مشكلة المفاضلة بين ثلاث مداخل لتقدير تكلفة الأموال هي :
مدخل الأوزان الفعلية ، ومدخل الأوزان المستهدفة ، والمدخل الحدي . و مهما كان المدخل المختار فإنه لا يصلح لتقييم الاقتراحات الاستثمارية إلا في ظل بعض الفروض التي تتعلق بالمخاطر التي تنطوي عليها تلك الاقتراحات .

الفـصـل الثالـث

التمـويـلات المتخصصـة

تمهيد

بالإضافة إلى عناصر التمويـل التقليدي التي سبقـت الإشارة إليها في الفصل الأول ظهرت في الفترة الأخيرة من القرن العشرين بعض أوجه التمويل التي أصبحت تعتمد عليها منشآت الأعمال بغرض الحد من بعض المخاطر التي كانت تواجهها . ومن بين هذه المخاطر يمكن ذكر مثلا مخاطر التقادم التكنولوجي ، مخاطر التخلف عن الدفع ... ومن بين هذه التمويلات المتخصصة يمكن تناول الأسلوبين التاليين .

1- التمـويـل عـن طـريـق الاستئـجـار Lease Financing

بإمكان الشركات أن تحصل على الخدمات الاقتصادية التي يقدمها أصل ثابت من دون أن تشتري هذا الأصل . ويكون ذلك عن طريق استئجار Leasing هذا الأصل لفترة زمنية محددة مقابل دفعات إيجـار Lease Payments ثابتة تدفع دوريا . ومن المعروف تقليديا أنه يمكن استئجار الأراضي والعقـارات ، لكنه في السنوات الأخيرة أصبح من الممكن أيضا استئجار أنواع مختلفة من الآليات والآلات والتجهـيزات تشمل في مجـال النقل الطائـرات ، السفـن ، قاطـرات ، القطـارات ، الشاحنـات ، السيـارات ... وفي مجال الآلات الصناعـية ، يمكن استئجـار تجهـيزات لمعامـل توليـد الطاقـة ، وتجهيزات التنقيب والتعدين . كما أنه من الشائع استئجـار أنظمة الكمبيوتر بالأخص الكبير منها Main Frame Computers [الميداني ، 1993 ، ص 478] .

وعليه فإن التمويل عن طريق الاستئجار هو عبارة عن اتفاق بين منشأة أعمال معينة ومنشأة أخرى ، تكون مالكة لأصل معين ، تقوم من خلاله المنشأة الأولى باستخدام هذا الأصل لمدة تفوق السنة في مقابل التزامها بدفع مبلغ متفق عليه دوريا يسمى دفعة الإيجار .

لعل من أهم مزايا استئجار التجهيزات هو رفع عبء (خطر) التقادم التكنولوجي من على كاهل الشركة المستخدمة للتجهيزات وتحميله للشركة المالكة لها . أما فيما يخص المؤسسات التي تقوم بتأجير التجهيزات فهي على عدة أنواع . وتشمل هذه البنوك التجارية ، البنوك الإسلامية ، شركات (بيوت) التمويل ، شركات تمويل تأجير متخصصة ، والشركات الصانعة للتجهيزات في بعض الأحيان (مثل الشركات الصانعة للسيارات ولأجهزة الكمبيوتر) .

1-1- أنـــواع الاستئـجـار

هناك طرفين لكل عقد إيجار هما المستأجر Lessee والمؤجر Lessor ، اللذين يجب أن يتفقا على بنود عقد الإيجار . حيث أن أهم البنود التي يجب أن يشملها عقد الإيجار هي المدة الأساسية للعقـد والتي عادة لا يمكن خلالها إلغاؤه ، قيمة دفعة الإيجار الدورية وتوقيتها ، أية خيارات Options تتعلق بتجديد العقـد أو شراء التجهيزات في نهاية العقد ، وتحديد الجهة التي تتحمل نفقات الصيانة والتأمين والضرائب

المرتبطة بالأصل المستأجر . وتوجد عدة أنواع لعقود الاستئجار أهمها ثلاثة هي : الاستئجار التشغيلي ، الاستئجار التمويلي ، والاستئجار المقرون برافعة تمويل ، [Brealy et Myers, 1997, pp. 784-786] ، وسيتم التطرق لهذه الأنواع وما يندرج تحتها من أنواع استئجار أخرى فيما يلي :

أ - الاستئـجـار التشغيـلـي Operating Lease

يتمثل عقد الاستئجار التشغيلي في تقديم التجهيزات وضمان خدمات الصيانة إلى المستأجر ، لذلك فإنه يدعي أحيانا بعقد استئجار خدمات Service Lease . وتعتبر السيارات ، والشاحنات ، والكمبيوتر في عداد التجهيزات التي يمكن الحصول على خدماتها بعقد استئجار من هذا النوع . وتستدعي مثل هذه العقود أن يقوم المؤجر بتقديم خدمات الصيانة للتجهيزات ، وتكون تكلفة الصيانة محسوبة في دفعة الإيجار الدورية ، أو أنه يتم التعاقد عليها بشكل منفصل ، ويكون المؤجر عادة مسؤولا عن تكاليف تأمين الأصل بتغطية مناسبة ، ودفع الضرائب العقارية المستحقة إذا كان الأصل عقارا . لعل من أهم خصائص الاستئجار التشغيلي أنه في كثير من الأحيان لا يتطلب إطفاء كامل لقيمة الأصل . أي أن مجموع دفعات الإيجار خلال فترة العقد تكون أقل من تكلفة الأصل . بعبارة أخرى ، تكون فترة العقد أقل من الحياة الاقتصادية المقـدرة لاستخدام الأصل . ولتغطية تكلفة الأصل والحصول على عائد مناسب يتوقع المؤجر أن يتم تجديد عقد الاستئجار لفترة زمنية إضافية ، أو أن يتم تأجير الأصل إلى مستأجر آخر ، أو أن يتم بيع الأصل في السوق بعد عقد تأجيره الأول [Brealy et Myers, 1997, p. 789] .

إن الميزة الهامة الثانية للعقد التشغيلي هي أنه قد يحتوي على بند بإمكانية إلغائه Cancellation Clause من قبل المستأجر وإعادة التجهيزات إلى المؤجر قبل انتهاء فترة العقد ، وبعد إعطاء فترة إنذار مناسبة . وقد تترتب غرامات على إلغاء العقد ، ولكن ذلك يظل لمصلحة المستأجر ، إذ يعطيه مرونة كبـيرة في التخلـص من التجهيزات المستأجـرة وأعبائها إذا تقلص حجم الأعمال وزالت الحاجة لخدماتهـا ، أو عندما تصبح باطلة تقنيا في حال ظهور بدائل أكثر كفاءة [الميداني ، 1993 ، ص 479] .

ب - الاستئـجـار التمـويلـي Financial Lease

يتميز عقد الاستئجار التمويلي بأنه يتطلب إطفاء كامل Fully Amortized لقيمة الأصل خلال فترة العقد ، لذلك يدعى أيضا باستئجار رأسمالي Capital Lease . أي أن مجموع دفعات الإيجار يجب أن تغطي كامل تكلفة الأصل على المؤجر وتحقق له أيضا عائدا مناسبا على رأس المال المستثمر . وقد يعطي الاستئجار التمويلي خيارا للمستأجر بتجديد العقد لفترة إضافية بإيجار منخفض ، أو لشراء التجهيزات .

ومن خصائص عقود الاستئجار التمويلي أيضا أنها لا تقدم أية خدمات صيانة للتجهيزات حيث يتكفل المستأجر بنفقات الصيانة بالكامل ، وكذلك بتكاليف التأمين والضرائب العقارية . كما أن عقد

الاستئجار التمويلي لا يمكن إلغاؤه . فإذا أراد المستأجر أن ينهي العقد فعليه أن يسدد كافة دفعات الإيجار المتبقية دفعة واحدة . أما إذا تخلف عن تسديد دفعات الإيجار فإن ذلك قد يؤدي في النهاية إلى إعلان حالة إفلاس الشركة [Brealy et Myers, 1997, pp. 792-794] . ويمكن أن يأخذ الاستئجار التمويلي عدة أشكال ، يمكن أن نذكر منها ما يلـي :

ب 1 - البيـع و إعـادة الاستئجار Sale and Leaseback

يعتبر البيع وإعادة الاستئجار نوع من أنواع الاستئجار التمويلي لأنه يتطلب إطفاء كامل لقيمة الأصل . ويتم هذا النوع من الاستئجار عندما تملك شركة أرضا أو عقارا أو تجهيزات معينة وتقوم ببيعها إلى مؤسسة تمويلية ، وفي ذات الوقت تتعاقد مع هذه المؤسسة على استئجار الأصل منها للاستمرار في استعماله . وقد تكون المؤسسة التمويلية بنكا تجاريا ، بنكا إسلاميا ، أو شركة تأجير متخصصة . تدفع المؤسسة التمويلية إلى الشركة البائعة (المستأجرة) القيمة السوقية المتفق عليها للأصل . أما دفعات الإيجار التي تدفعها الشركة المستأجرة (البائعة) ، فيجب أن يغطي مجموعها السعر المدفوع للأصل ويحقق عائد مناسب للمؤجر .

لعل من أهم ميزات البيع وإعادة الاستئجار أن الشركة البائعة تحصل على تدفق نقدي كبير يساوي ثمن الأصل الذي تم بيعه ، وتحتفظ في ذات الوقت بالأصل لديها لاستعماله . وبالتالي فإن ذلك يمنح الشركة سيولة نقدية كبيرة يمكن أن تستعملها لتمويل استثمارات جديدة أو لسداد ديون . في الواقـع أن عملية البيع وإعـادة الاستئجار تعتبر طريقـة تمويـل مماثلة وبديلة للحصول على قرض بضمانة من البنك . لذلك فإنه عند الحاجة إلى تمويل من هذا النوع يجب دراسة هذين المصدرين للتمويل واختيار البديل الأقل تكلفة .

ب 2 - الاستئجار المبـاشـر Direct Leasing

يمنـح الاستئجار المباشـر الشركة فرصـة الحصول على أصل جديد لا تملكه سابقا وعلى التمـويل اللازم للحصـول على هذا الأصل . وقـد يكون المؤجـر في هذه الحالـة الشركة الصانعة للأصل كشركة صناعـة سيارات أو أجهزة كمبيوتـر ، بنك تجـاري ، بنك إسلامي ، مؤسسة تمويل ، أو شركة تأجير متخصصة .

تقوم الشركة المستأجرة بتحديد الأصل الذي ترغب في الحصول عليه وتتفاوض مع الشركة الصانعة حول السعر ومواعيد التسليم . بعد ذلك تقوم الشركة المستأجرة بعمل ترتيبات مع مؤسسة تمويلية أو شركة تأجير متخصصة لشراء الآلة من الشركة الصانعة . وفي نفس الوقت الذي تقوم به المؤسسة التمويلية (المؤجر) بشراء التجهيزات المطلوبة ، تقوم الشركة المستأجرة بتوقيع عقد استئجار مع المؤسسة التمويلية . ويكون عقد الاستئجار المباشر من النوع الذي يتطلب إطفاء كامل قيمة الأصل

وتحقيق عائد مناسب للمؤجر ، لذلك فإنه يعتبر نوعا من أنواع الاستئجار التمويلي . ويتحمل المستأجر بموجب هذا العقد نفقات الصيانة والتأمين والضرائب العقارية إن وجدت .

ج - الاستئجار المقـرون بـرافعـة تمـويـل Leveraged Leasing

يمثل الاستئجار المقرون برافعة تمويل النوع الثالث من أنواع عقود الاستئجار . وقد تم تطوير هذا النوع من الاستئجار حديثا لتمويل الموجودات التي تتطلب إنفاقات رأسمالية كبيرة .

لعل من أهم خصائص الاستئجار المقرون برافعة تمويل هو وجود ثلاثة أطراف في عقد الاستئجار عوضا عن طرفين كما هو متعارف عليه عادة . والأطراف الثلاثة هي : (1) المستأجر ، (2) المؤجـر صاحب الملكية ، (3) والجهة المقرضة . ولا يختلف دور المستأجر في هذه العقود عما كان عليه في عقـود الاستئجار المذكورة سابقا . لكن هناك اختـلاف في دور المؤجـر ، الذي يقـوم بشـراء الأصـل المطلوب من قبل المستأجـر ويموله جزئيا (30 بالمائة مثلا) من أمواله الخاصة ، ويمول الجزء المتبقي (70 بالمائة مثلا) بقرض مضمون طويل الأجل من مؤسسة تمويلية . وكالعادة ممكن أن يكون المؤجر بنك تجـاري أو شركة تأجير متخصصة أو مؤسسة تمويلية تعمل لصالحها في التأجير أو بصفة مؤتمن لفرد أو مجموعة من أفراد يعملون في هذا المجـال ... إلخ .

أما الجهة المقرضة ، فتكون مؤسسة تمويلية كبنك تجاري ، أو شركة تأمين ، أو مؤسسة تقاعد وتأمينات اجتماعية . وتقدم الجهة المقرضة إلى الجهة المؤجرة قرض مضمون طويل الأجل يوفر التمويل من 60 إلى 80 بالمائة من قيمة الأصل . وتكون ضمانة القرض رهن الأصل لصالح الجهة المقرضة وتخصيص دفعات الإيجار لتسديد دفعات القرض ، بالإضافة إلى الـ 20 إلى 40 بالمائة من قيمة الأصل التي تبقى كهامش آمـان .

1-2- تحـديـد قيمـة دفعـة الإيجـار (وجهـة نظـر المـؤجـر)

من أهم الأسئلة التي تواجه مؤسسة مالية تعمل في حقل تأجير المعدات أو شركة تأجير متخصصة هو كيفية تحديد قيمة دفعة الإيجار الدورية . يتم تحديد دفعة الإيجار بذات الطريقة التي يتم بهـا تحديـد قيمة دفعة تسديد قرض مدة ، أي باستعمال القيمة الحالية السنوية . بالتحديد ، أن دفعة الإيجار المطلوبة تساوي إلى التدفق النقدي قبل الضريبة الذي يجب أن يحصل عليه المؤجر والذي إذا تم خصمه بالعائد المطلوب على الاستثمار يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية من الإيجار تساوي إلى تكلفة الاستثمار الرأسمالي في المعدات . ويجب أن يؤخذ بعين الاعتبار في عملية احتساب دفعة الإيجار التوفير الضريبي من إهتلاك المعدات والقيمة المتبقية (الخردة) للمعدات ، إن وجدت ، التي يستفيد منها المؤجر . كذلك يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار أعباء صيانة المعدات التي يتحملها المؤجر كجزء من عقد الإيجار ،

إذا كان عليه أن يقدم خدمات الصيانة وإذا لم يتم التعاقد عليها بشكل منفصل [الميداني ، 1993 ، ص 481-482] . بطريقة أكثر تحديدا ، تحسب دفعة الإيجار Lease Payment بتطبيق المعادلة التاليـة :

$$CI + \sum_{t=1}^{n} \frac{M_t(1-T)}{(1+R)^t} = \sum_{t=0}^{n-1} \frac{L_t(1-T)}{(1+R)^t} + \sum_{t=1}^{n} \frac{(TD)_t}{(1+R)^t} + \frac{SV}{(1+R)^n} \qquad (1 - 3)$$

حـيـث أن :

تكلفة الاستثمار الرأسمالي في المعدات	=	CI
تكلفة الصيانة الدورية	=	M_t
دفعة الإيجار الدورية	=	L_t
الإهتلاك السنوي للمعدات	=	D
معدل ضريبة الدخل على أرباح شركة المؤجر	=	T
القيمة المتبقية (الخردة) للمعدات	=	SV
صافي العائد المطلوب على الاستثمار من قبل المؤجر	=	R
الحياة الاقتصادية المتوقعة للمعدات	=	n

مدلول هذه المعادلة هو أن القيمة المخصومة للتدفقات النقدية من تأجير المعدات ، والتي تتضمن أساسا دفعة الإيجار بعد الضريبة ، التوفير الضريبي من إهتلاك المعدات ، والقيمة المتبقية (الخـردة) للمعدات ، يجب أن تساوي إلى تكلفة الاستثمار الرأسمالي في المعدات مضافا إليها القيمة المخصومة لتكاليف الصيانة بعد الضريبة . وبما أن دفعات الإيجار تدفع عادة في بداية الفترة (السنة مثلا) وليس في نهايتها ، فإن أول دفعة إيجار تسدد عند توقيع عقد الإيجار مع المستأجر وبالتالي فهي لا تحتاج إلى خصـم . أما الدفعـات المتبقية فتسـدد في نهايـة كل من السنـوات الأولى وحتى السنـة ما قبل الأخيرة (n - 1) . لذلك يلاحظ أن مؤشر جمع القيمة المخصومة لدفعات الإيجار في المعادلة السابقـة يبـدأ من الفترة الزمنية صفر وحتى الفترة الزمنية قبل الأخيـرة (n - 1) .

3-1- المفاضلـة بين الاستئجار أو الاقتراض والشـراء : وجهة نظر المستأجر

بعد القيام بتقييم مشروع استثماري والتأكد من جدواه الاقتصادية والمالية يطرح سؤال حول كيفية تمويل هذا المشروع . فإذا كان مشروع الاستثمار يتألف من تجهيزات أو آلات يمكن استئجارها ، فإن على الشركة صاحبة المشروع أن تقوم بتحليل وتقييم بديلين ممكنين للتمويل هما الاقتراض وشراء الآلة وامتلاكها أو استئجارها . وبالطبع يجب أن يتم اختيار البديل الأقل تكلفة .

إن بديل استئجار المعـدات والآلات يشابه في الأساس بديل الاقتراض وشراء التجهيزات المطلوبة ، لأن كلا بديلي التمويل المذكورين يرتبان على الشركة عمل دفعات تسديد دورية . وتدعى هذه دفعات تسديد القرض في حالة الاقتراض ، ودفعات إيجار في حالة الاستئجار . لكن امتلاك الآلة وتمويلها بالاقتراض يعطي الشركة بعض مزايا الملكية كالاستفادة من التوفير الضريبي الناتج عن الفائدة على القرض ، عن إهتلاك الآلة ، وعن صيانة الآلة . وتستفيد الشركة أيضا من القيمة المتبقية (الخـردة) للآلة عندما تكون مالكة لها . أما الاستئجار فيعطي الشركة مرونة إلغاء عقد الإيجار عند توقف الحاجة إلى التجهيزات إذا كان العقد قابلا للإلغاء ، كما يمكن الشركة من الاستفادة من التطور التقني بالاستئجار لفترات قصيرة نسبيا وإعادة استئجار أحدث التجهيزات . كذلك يوفر الاستئجار على الشركة مصاريف صيانة التجهيزات التي يتحملها عادة المؤجر . ولكـن الشركـة المستأجرة تدفـع في الواقع تكاليف الصيانة بشكل غير مباشـر حيث أنها تدخـل في حساب قيمة دفعة الإيجار ، أو بشكل مباشر إذا تم التعاقـد عليها بشكل منفصل . وسنوضح فيما يلي طريقة تحليل كل من بديلي الإيجار أو الاقتراض والشراء على حدة [Brealy et Myers, 1997, pp. 791-792] .

1-3-1- تحـديـد تكلـفـة الاستئـجـار Cost of Leasing

تكلفة الاستئجار هي عبارة عن القيمة الحالية لدفعات الإيجار المستقبلية مخصومة بمعدل الفائدة الذي يجب أن تدفعه الشركة إلى البنك إذا اقترضت مبلغا مماثلا لقيمة الآلة ولذات الفترة الزمنية . حيث أن تكلفة الاقتراض تمثل معدل الخصم المناسب لدفعات الإيجار لأن خطر دفعات الإيجار من وجهة نظر المؤجر مماثل لخطر دفعات تسديد القرض من وجهة نظر المقرض . وتجدر الملاحظة هنا أن دفعة الإيجار يجب أن تؤخذ بعد الضريبة للحصول على التكلفة الفعلية للإيجار، أي بعد استبعاد التوفير الضريبي الذي يخفض تكلفة الإيجـار . كذلك يجب الأخـذ بعين الاعتبار أن دفعات الإيجـار تدفـع مقدما عـادة ، أي في بدايـة السنة ، لكن التوفـير الضريبي لا تتم الاستفادة منه إلا آخـر السنة . هذا يعني أن هناك فـترة تأخر سنـة ما بين الإيجـار (تدفق نقدي خارج) والتوفـير الضريبي الناتج عن هذه الدفعة (تدفق نقدي داخل) .

2-3-1- تحـديـد تكلـفـة الاقـتراض والشـراء Cost of Borrowing-Owning

إن تكلفة الاقتراض والشراء هي عبارة عن القيمة الحالية لدفعات تسديد القرض وتكلفة الصيانة ناقص القيمة الحالية للتوفير الضريبي الناتـج عن طرح الفائـدة على القرض والإهتلاك والصيانـة كنفقات زائـد القيمة الحاليـة للقيمة المتبقيـة (الخـردة) للتجهـيزات ، كلها مخصومـة بمعدل الفائـدة

على الاقـتراض . ويمكـن التعبير عن القيـمة الحالية لتكلفة الاقتراض والشراء PVCBO باستعمال المعادلة التاليـة [الميداني ، 1993 ، ص 487] :

$$PVCBO = \left[\sum_{t=1}^{n} \frac{DR_t + M_t}{(1 + K_i)^t} \right] - \left[\sum_{t=1}^{n} \frac{(I + D + M)T}{(1 + K_i)^t} + \frac{SV}{(1 + K_i)^n} \right] \qquad (2 - 3)$$

حيث أن :

دفعة تسديد القرض	=	DR_t
تكلفة الصيانة السنوية	=	M_t
تكلفة الفائدة السنوية على القرض	=	I
تكلفة الإهتلاك السنوية	=	D
معدل ضريبة الدخل	=	T
القيمة المتبقية (الخردة) للتجهيزات	=	SV
معدل الفائدة على القرض (معدل الخصم)	=	k_i

وبعد حساب كل من القيمة الحالية لتكلفة الاستئجار ومقارنتها بالقيمة الحالية لتكلفة الاقتراض والشراء ، فإنه من العقلاني والمنطقي أن تتخذ الشركة قرار التمويل ذو التكلفة الأقـل .

2- التمويل عن طريق تحويل عقد الفاتورة Factoring

تعتبر عملية شراء أو خصم الذمم أداة من أدوات التمويل ، والتي تقوم من خلالها مؤسسة مالية متخصصة في هذا النشاط تسمى الفاكتور Factor ، أو إحدى البنوك التجارية الذي تتوافر لديه هذه الخدمة المصرفية ، بشراء حسابات أوراق القبض والعملاء الموجودة بحسابات المنشأة الصناعية أو التجارية والتي تتراوح مدة استحقاقها بين 20 يوما و 120 يوما . ومن هنا فإن هذه العملية تتيح للمنشأة الحصول على نقدية جاهزة ومستمرة دون الحاجة إلى انتظار تواريخ الاستحقاق وتحصيل ديونها من العملاء والمدينين .

لقد أرجع بعض الفقهاء نشأة عقد تحويل الفاتورة إلى نهاية القرن الثامن عشر في حين أرجعه البعض الآخر إلى العصور القديمة مستندين في ذلك إلى أن عقد تحويل الفاتورة مصدره هو عقد الوكالة الذي عرف منذ القدم ، والذي تطور بتطور الظروف الاقتصادية . حيث كان الوكيل قديما يقوم بتسويق سلع الصناع والتجار متجولا بها عبر البلدان باحثا عن مشترين لها ، ثم مع تطور الظروف وتعقدها أصبح دوره يتمثل في الضامن للمشترين لدى البائعين وبالتالي أصبح يحل محلهم في الوفاء عند الاستحقاق .

نشأ نظام الفاكتورينج في إنجلترا منذ أوائل القرن 19 وانتشر بين تجار المنسوجات البريطانيين الذين كان لهم نشاط كبير في التعامل مع الولايات المتحدة الأمريكية ، وما لبث أن امتد إلى صناعة الجلود ثم انتشر بعد ذلك ليشمل العديد من الصناعات الاستهلاكية الأخرى . فقد كان التجار البريطانيون يجهلون السوق الأمريكية مما دفعهم إلى التعامل مع مؤسسات الفاكتورينج عن طريق بيعهم فواتير الدين الآجلة الخاصة بالمستوردين الأمريكيين مقابل نسبة من قيمة الفاتورة تحصل عليها هذه المؤسسات نظير الخدمة المقدمة والمتمثلة في تسديد قيمة هذه الفاتورة قبل موعد استحقاقها .

وتلجأ الشركات ذات رؤوس الأموال المحدودة أو ذات القدرات الإرادية المتدنية إلى نظام تحويل عقد الفاتورة ، حيث تجده نظاما يتفق مع إمكانياتها المحدودة . ومن الطبيعي أيضا أن تعاني الشركات الجديدة من صعوبات في الحصول على ائتمان مصرفي من البنوك التجارية ، لذلك فهي تجد في نظام الفاكتورينج دعما ماليا يسمح لها بتسيير أمورها المالية إلى جانب ما تحصل عليه من ائتمان تجاري .

2-1- تعريف عقد تحويل الفاتورة

لقد اختلف فقهاء القانون في إعطاء تعريف موحد وشامل لمفهوم تحويل عقد الفاتورة ، حيث عرفته الغرفة التجارية الوطنية للمستشارين الماليين بفرنسا على أنه :

" تحويل للحقوق التجارية من مالكها للوكيل أو الوسيط الذي يتحمل مهمة تحصيلها وضمان الوفاء النهائي في حالة الإعسار المؤقت أو النهائي للمدين مقابل عمولات هذا التدخل "

كما عرفه بعض الفقهاء على أنه :

" مجموع الخدمات التي تقدمها مؤسسة متخصصة للأشخاص أو المؤسسات الراغبة في توكيلها لإدارة حقوقها والحصول على اعتمادات قصيرة الأجل "

بينما ترى مجموعة أخرى من الفقهاء أن عقد تحويل الفاتورة هو عبارة عن :

" أسلوب تحصيل وضمان خطر عدم الوفاء وتمويل بواسطة تحويل الحقوق "

أما المشرع الجزائري فقد عرف عقد تحويل الفاتورة من خلال المادة 543 مكرر 14 من القانون التجاري الجزائري على أنه :

" عقد تحل بمقتضاه شركة متخصصة تسمى (الوسيط) محل زبونها المسمى (المنتمي) عندما تسدد فورا لهذا الأخير المبلغ التام لفاتورة لأجل محدد ناتج عن عقد وتتكفل بعبء عدم التسديد وذلك مقابل أجر "

هذا وقد صدر المرسوم التنفيذي رقم 331-95 والمتعلق بشروط تأهيل الشركات التي تمارس عقد تحويل الفاتورة – نشاط الفاكتورينج – إلا أنه وبالرغم من هذا الإطار القانوني لم تظهر هناك مؤسسات متخصصة تعمل في هذا المجال .

رغم الاختلاف بين هذه التعاريف التي لم تستطع الاتفاق على تعريف موحد فإن عقد تحويل الفاتورة يبقى عبارة عن آلية تستخدمها منشآت الأعمال من أجل الحصول على قيمة فواتيرها الآجلة وكذا الحصول على خدمات أخرى من مؤسسة مالية متخصصة تتولى عملية تحصيل قيمة هذه الفواتير الآجلة وتتحمل مخاطر عدم الدفع مقابل عمولة يتفق عليها .

2-2- أطراف عقد تحويل الفاتورة

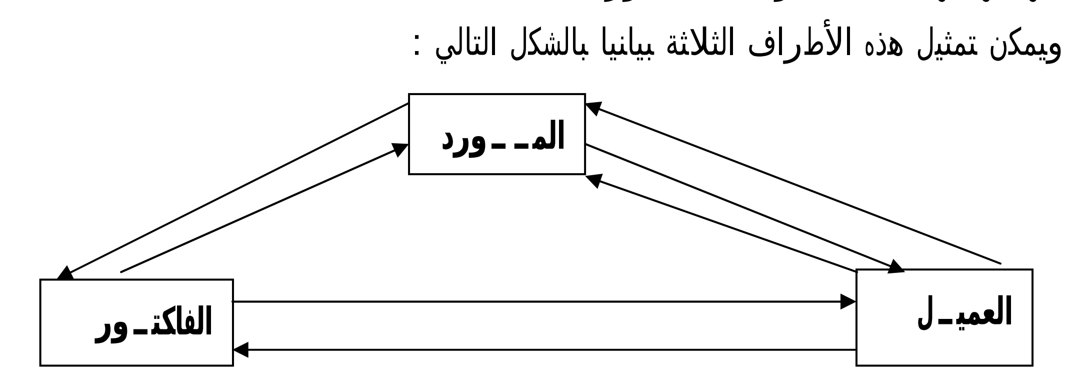
تتطلب عملية تحويل عقد الفاتورة – الفاكتورينج – وجود ثلاثة أطراف تنشأ فيما بينها علاقة تجارية والمتمثلة فيما يلي :

الطرف الأول : وهو التاجر أو الصانع أو الموزع لسلعة ما ، وهو الطرف الذي يكون في حوزته حسابات أوراق القبض والعملاء المدينة التي يبيعها للمؤسسة التمويلية المتخصصة " الفاكتور "

الطرف الثاني : وهو عميل الطرف الأول ، أي الشخص الذي اشترى السلع من الطرف الأول ولم يدفع ثمنها فورا بل تعهد بتسديدها في أجل لاحق .

الطرف الثالث : وهو عبارة عن مؤسسة مالية متخصصة أو تلك الإدارة المختصة في البنك التجاري التي يعهد لها بهذا النشاط ، وتسمى الفاكتور .

ويمكن تمثيل هذه الأطراف الثلاثة بيانيا بالشكل التالي :



شرح الشكل :

1- يقوم العميل بتقديم طلبية للمورد

2- المورد يبيع سلعا ومنتجات معينة للعميل

3- يوقع العميل على مستندات مديونية بقيمة مشترياته ويرسلها إلى المورد .

4- يقوم المورد بالاتفاق مع مؤسسة تمويلية والتي هي الفاكتور على أن يبيعها حسابات القبض والذمم .

5- يقوم الفاكتور بمنح المورد نسبة معينة من قيمة حسابات أوراق القبض والذمم .

6- يقوم الفاكتور بإخطار عميل المورد مطالبا إياه بسداد قيمة مستندات المديونية إليه في تاريخ الاستحقاق .

7- يقوم العميل في تاريخ الاستحقاق بسداد قيمة المستندات التي وقعها مع المورد إلى الفاكتور .

2-3- كيفية تنفيذ عقد تحويل الفاتورة

يبدأ طالب خدمات الفاكتورينج بتحرير استمارة من المنتج أو المورد يتقدم بها إلى الفاكتور ، وتتضمن هذه الاستمارة البيانات التي توضح نشاطه ، رقم أعماله ، ونوع الخدمة التي يطلبها . هذا بالإضافة إلى ثلاث تقارير مالية سنوية وقائمة بأسماء العملاء الدائمين وعناوينهم وأسماء البنوك التي يتعاملون معها ومتوسط الفواتير التي تمثل حجم المعاملات معهم . المرحلة الثانية تتمثل في قيام الفاكتور بالتدقيق والتأكد من المعلومات المقدمة إليه والتي في ضوئها يستطيع إصدار قراره بقبول أو رفض التعاقد وكذا نوع الخدمة التي يمكنه تقديمها . فإذا اتضح له من خلال الفحص والتدقيق الذي يقوم به أن عملاء المورد (طالب خدمات الفاكتورينج) لهم سجل جيد في السداد وأن ظروفهم المالية جيدة ، فإنه مـن المتوقع أن يعرض كافة خدماته أو البعض منها أو أن يقبل فواتير بعض العملاء دون البعض الآخر ، أو بعض الفواتير الخاصة بمجال معين من الصناعات دون غيرها . وعلى العموم فإن الفاكتور له الحق في استبعاد المدينين أو العملاء الذين يفتقرون إلى قدرة ائتمانية جيدة .

2-4- خدمات الفاكتورينج

يتضمن عقد تحويل الفاتورة عدة خدمات متنوعة نذكر منها ما يلي :

1- توفير التمويل اللازم للمورد أو المصدر الذي باع حسابات القبض والذمم إلى الفاكتور الذي يسمح له بسحب مبلغ نقدي قبل حلول موعد استحقاق هذه الحسابات وذلك بعد استيفاء نسبة خصم معينة تتمثل في الفائدة التي يتراوح سعرها بين 2 % و 3 % أكبر من سعر الفائدة الأساسي أو التفضيلي ، هذا بالإضافة إلى عمولة يتفق عليها لمواجهة المخاطر التجارية .

2- توفير الحماية الائتمانية للمورد عن طريق تحمل عبء المخاطر التجارية الناجمة عن عدم سداد مدينيه للفواتير ، وبذلك يعفيه من عمل مخصصات للديون المشكوك فيها أو السيئة .

3- إمساك وإدارة دفاتر المبيعات الآجلة للمورد ومتابعة قيد الفواتير الواردة وإرسالها للمشترين مع كشوف حساباتهم والقيام بأعمال التحصيل لمستحقاته لدى الغير في تواريخ استحقاقها ، ومتابعة تحصيلها في حالات التأخر عن الوفاء .

4- يقوم الفاكتور بعمليات التقييم الائتماني لمديني المورد ، ومن أجل تحقيق ذلك فهو يتوفر على موظفين ذوي مستوى عال من الخبرة والمؤهلات للقيام بمثل هذه الأعمال التي تبنى عليها قرارات قبول أو رفض بعض الحسابات المعروضة للبيع في وقت عرضها .

5- يقوم الفاكتور كذلك بإعداد البيانات الإحصائية الخاصة بالمبيعات ومديني المورد ونسبة التحصيل والديون المشكوك فيها . وبالتالي فإن قيام الفاكتور بهذه الخدمة فإنه يرفع من على كاهل المورد

عبء مباشرة هذه الأمور الإدارية والتكلفة المتعلقة بها ، الأمر الذي يجعله يركز كل اهتماماته على جوانب أخرى من نشاطه .

2-5- مراحل تنفيذ خدمة الفاكتورينج

تمر خدمة الفاكتورينج بمجموعة من المراحل التي يمكن إيجازها فيما يلي :

1- بعد أن يتم الاتفاق بين البائع تاجرا كان أو منتجا وبين مشتري السلعة على التفاصيل المتعلقة بالصفقة ، وقيمتها وموعد السداد ، يقوم البائع بعد تسليم البضاعة للمشتري بإرسال الفواتير إلى الفاكتور وليس إلى المشتري كما هو معتاد .

2- تقوم إدارة الائتمان لدى الفاكتور بفحص حسابات القبض المعروض عليها شراؤها فحصا دقيقا قبل قبولها . فإذا ما تمت الموافقة عليها ، يقوم الفاكتور بشراء فواتير البيع هذه ثم إخطار المدينين بأنه أصبح حائزا لهذه الفواتير ، وأنه يتعين عليهم سداد قيمتها في تاريخ الاستحقاق إليه مباشرة . وبالتالي فإذا ما أقر الفاكتور بيان مبيعات التاجر أو المنتج فإنه يتحمل المخاطر الائتمانية الناجمة عن صفقة البيع وليس له الحق في الرجوع على البائع . ومن المعتاد أن يضع الفاكتور حدا ائتمانيا لكل مدين في حسابات القبض لا يتجاوزه وذلك سعيا منه لتخفيض المخاطر الائتمانية .

3- يقوم الفاكتور بسداد نسبة من قيمة الفواتير قد تصل إلى 80 % إلى البائع دون انتظار مواعيد استحقاق هذه الفواتير والتي تتراوح مدتها بين 30 يوما و120 يوما .

4- في موعد استحقاق الفاتورة يقوم الفاكتور بتحصيل كامل قيمتها من المدين أو المشتري ، وبعد ذلك يقوم بتسديد المتبقي من الـ 20 % الباقية إلى البائع بعد خصم المصاريف والعمولات المستحقة للفاكتور بالإضافة إلى سعر فائدة على المبلغ المتمثل في 80 % من قيمة الفواتير المقبولة للفترة الممتدة من تاريخ قبول الفاتورة إلى تاريخ التحصيل من المشتري ، مقابل الخدمة التمويلية المقدمة .

2-6- حقوق والتزامات أطراف عقد تحويل الفاتورة

من الناحية القانونية ينظر إلى عقد تحويل الفاتورة على أنه عبارة عن تعاقد بين طرفين أساسيين هما ؛ الطرف الأول ويسمى المنتمي أو العميل والذي عادة ما يكون ، كما سبق وأن ذكرنا ، عبارة عن منشأة تجارية أو صناعية . أما الطرف الثاني ويسمى حسب التشريع الجزائري بالوسيط ، والذي ممكن أن يكون عبارة عن مؤسسة تمويلية متخصصة أو بنك تجاري . وعادة ما تنشأ عن هذا التعاقد بعض الحقوق والالتزامات للطرفين والتي نتناولها فيما يلي :

2-6-1- حقوق والتزامات الفاكتور

أ - **حقوق الفاكتور :** تتمثل حقوق الفاكتور في النقاط التالية :

1- **الحق في ملكية الحقوق المحولة :** يقوم الفاكتور بتحصيل قيمة الحقوق موضوع الفواتير المحولة إليه وذلك طبقا لما تنص عليه المادة 547 مكرر 17 من القانون التجاري الجزائري . حيث تؤكد هذه المادة على أن ينظم الوسيط " الفاكتور " والمنتمي بكل حرية ، وعن طريق الاتفاق ، الكيفيات العملية لتحويلات الدفعات المطابقة لحواصل التنازل .

فبمقتضى هذا التحويل تصبح الشركة الوسيط " الفاكتور " مالكة لهذه الحقوق التي يجوز لها التصرف فيها والاستفادة من تأميناتها وذلك طبقا لما أكدته المادة 543 مكرر 16 من القانون التجاري الجزائري والتي تنص على " يترتب عن تحويل الديون التجارية نقل كل الضمانات التي كانت تضمن تنفيذ الالتزامات لفائدة الوسيط "

2- **الحق في المراقبة والاطلاع :** لا تمارس الشركة الوسيط هذا الحق بصفة دورية بل كلما دعت الحاجة إليه وارتابت في انتظام معاملات المنتمي . ويمكنها هذا الحق من الاطلاع على مركز العميل فتكون على علم بكل ما يطرأ من تغيير مما يجعلها تتخذ إجراءات احتياطية لحماية مصالحها ولتفادي الضرر الذي ممـكن أن ينجـم عن استمرارها في التعامل مـع هذا العميل . حيث أن استمرار تعامل الوسيط مع عميل ما (المنتمي) قد يوهم الغير بحسن سير معاملات هذا المنتمي مما يدفعه إلى إبرام صفقات تجارية معه . وتتم عملية المراقبة عن طريق قيام الوسيط بمسك حسابات المنتمي وفواتيره .

3- **الحق في العمولة :** تقوم الشركة الوسيط " الفاكتور " بتقديم خدمات متنوعة للمورد " المنتمي " وتتلقى نظير ذلك عمولة . تتكون هذه العمولة من قسمين ؛ قسم خاص بالتعويض عن الخدمات المقدمة ، والتي ممكن أن تتضمن خدمة تحصيل الحقوق لدى الغير ، ضمان خطر عدم الدفع أو الوفاء عند الاستحقاق في حالة إعسار المدين ، وكذلك مختلف الخدمات الإدارية الأخرى أو الاستشارية أو المحاسبية . أما القسم الثاني فيتعلق بتعويض عن عملية التمويل المقدمة ، التي تكون عبارة عن فائدة تحسب على الحجم الفعلي للتمويل المقدم من طرف الفاكتور للمدة الممتدة من تاريخ تحويل الفواتير إلى تاريخ استحقاقها .

4- **حق سحب الكمبيالات :** يحق للفاكتور القيام بسحب كمبيالات لحساب المنتمي " المورد " على زبائنه كلما دعت الضرورة لذلك . وهذه العملية تعتبر بمثابة ضمان آخر للفاكتور فيما يخص الزبائن الجـدد والذين لم تسبق له معرفتهم . ولـكن يجب أن ينـص على ذلك في عقـد تحويـل الفواتـير ، لأن عملية سحب كمبيالات من شأنها أن تسمح بتداول هذه الحقوق عن طريق تظهيرها .

5- **حساب الرهن للضمان :** وهو عبارة عن حساب خاص يقوم الفاكتور بفتحه لديه باسم المنتمي " المورد" ليسجل فيه ما يقتطعه من المبالغ المحولة إليه بنسبة مئوية محددة حتى يصل إلى حد

معين . ويعد هذا الحساب بمثابة تأمين لعمليات تحويل الفواتير وضمان لما يقدمه الفاكتور من اعتمادات ، لهذا لا يجوز للمنتمي التصرف فيه خلال مدة العقد .

ب - التزامات الفاكتور : إذا كان الفاكتور يتمتع ببعض الحقوق الناتجة عن عقد تحويل الفاتورة ، فإن ذلك لا يمنعه من تحمل بعض الالتزامات التي يقتضيها القانون ، والتي نذكر منها ما يلي :

1- **الالتزام بالإدلاء بالمعلومات والاستشارات التجارية :** لا يقتصر دور الفاكتور على تحصيل الحقوق لدى الغير وضمانها فقط وإنما يمتد إلى تقديم المعلومات والاستشارات للمنتمي ، والتي ممكن أن تتعلق بالسوق وبالزبائن سواء داخليا أو على مستوى دولي . وفي حالة امتناعها عن ذلك أو قيامها بتقديم معلومات خاطئة فإنها تتحمل المسؤولية التعاقدية عما يلحق المنتمي من أضرار جراء ذلك .
2- **أداء الحقوق :** بمجرد تحويل الحقوق يلتزم الفاكتور بأداء نسبة معينة من قيمتها للمنتمي إما فورا أو عند الاستحقاق بناءا على رغبة هذا الأخير . ويتم ذلك محاسبيا عن طريق تسجيلها في الجانب الدائن من الحساب الذي يفتحه الفاكتور لديه باسم المنتمي .
3- **فتح حساب جاري :** من الناحية المحاسبية وحتى يتسنى له متابعة عمليات المنتمي لديه يلتزم الفاكتور بفتح حساب جاري باسم هذا المنتمي " المورد " . حيث يسجل في الجانب المدين منه ديون هذا المنتمي ، أما الجانب الدائن فيسجل فيه حقوقه . ويعتبر هذا الحساب ضروري لإجراء الأداءات بين الطرفين .
4- **ضمان بعض الحقوق :** قبـول الفاكتور تحويل بعض الفواتير معناه ضمان تحصيلها من المشتري ، فإذا تعذر ذلك بسبب إعسار أو إفلاس المدين فلا يمكن للفاكتور الرجوع على المنتمي لأن عقد تحويل الفاتورة من شأنه أن يضمن للمنتمي تحصيل حقوقه لدى الغير . وبالتالي فإذا حدثت هناك أي خسائر في التحصيل فهي عادة ما تكون على عاتق الفاكتور .

2-6-2- حقوق والتزامات المنتمي

ينظر إلى عقد تحويل الفاتورة على أنه من العقود الملزمة للطرفين ، ومن هنا فإذا كان هذا العقد يحمل الشركة الوسيط " الفاكتور " بعض الالتزامات ويمنحها بعض الحقوق ، فإنه في مقابل ذلك يتمتع المنتمي " المورد " هو الآخر ببعض الحقوق كما يتحمل بعض الالتزامات .

أ - حقوق المنتمي " المورد " : تتمثل حقوق المنتمي أساسا فيما يلي :

1- **الحصول على اعتمادات :** يعتبر الهدف الأساسي من إبرام عقد تحويل الفاتورة هو الحصول على اعتمادات تضمن للمنتمي مواجهة احتياجاته للسيولة من أجل تمويل نشاطه الاستغلالي ، كشراء المواد الأولية وتصنيعها ثم بيعها ، أو بإنجاز الخدمات المطلوبة . فالحصول على

الاعتمادات من شأنه أن يمنح المنتمي فرصة الوفاء بالتزاماته في آجالها وبالتالي عدم الوقوع في وضعية عدم القدرة على الدفع .

2- **مسك الحسابات :** يلتزم الفاكتور بمسك حسابات حقوق المنتمي لدى الغير وإدارتها وفقا لما هو متفق عليه في العقد . ويتم ذلك عن طريق أداء قيمة الحقوق المحولة إليه للمنتمي وتسجيلها بالجانب الدائن من حسابه الجاري ، كما يتم تسجيل قيمة هذه الديون بالجانب المدين من نفس الحساب . ومن هنا فإن شركة الفاكتور تشرف على عملية تسيير حسابات المنتمي ، وهكذا فهي تخفف عليه العبء الإداري لتسييرها وتمنح له فرصة التفرغ للقيام بالأعمال الأخرى التي يتطلبها نشاطه الإنتاجي والاستغلالي من أجل تعظيم أهدافه .

3- **الحصول على المعلومات والاستشارات :** من حقوق المنتمي تكليف الفاكتور بالاستقصاء عن بعض المعلومات التي يراها تهمه ، كما يمكنه طلب بعض الاستشارات وهذا قبل إجراء أية صفقة تجارية ، وذلك حتى يكون على بينة بأحوال السوق سواء الداخلية أو الدولية . وكذلك حتى يكون على دراية كافية بأحوال المتعاملين الاقتصاديين وسلوكياتهم ، الأمر الذي يسهل عليه مهمة اختيار الزبائن الموسرين وتجنب الزبائن المعسرين أو الذين يمرون بظروف صعبة . وبالتالي تعتبر الشركة الوسيط كمستشار تجاري تقدم توجيهات وإرشادات للمنتمي ، وفي حالة إخلالها بهذا الالتزام فهي تتحمل مسؤولياتها التعاقدية اتجاه المنتمي .

ب - **التزامات المنتمي :** يتحمـل المنتمي الـتزامات ناتجـة عن عقـد تحويـل الفاتـورة ، والتي يمـكن أن نذكـر منها ما يلي :

1- **التزامه بالإدلاء بالبيانات :** يلتزم المنتمي بإحاطة الشركة الوسيط بجميع البيانات المتعلقة بتجارته ونشاطه وزبائنه ومراكزهم المالية وكل ما يطرأ على هذه التجارة من تغيرات قد تعرقل الوفاء في المواعيد المحددة . وبالتالي يكون المنتمي مسؤولا مسؤولية تعاقدية اتجاه الفاكتور في حالة إهماله أو عدم تقديم المعلومات الضرورية في وقتها ، والتي قد تلحق أضرارا بالشركة الوسيط . بمعنى آخر يستوجب على المنتمي التعاون والتنسيق مع الفاكتور قصد تحقيق الهدف الأساسي من العقد والمتمثل في استيفاء الحقوق ، وذلك عن طريق تسليم المستندات اللازمة واعطاء المعلومات والتوضيحات المطلوبة من قبل الفاكتور .

2- **الالتزام بوجود الحق الثابت في الفواتير المقبولة :** يتطلب عقد تحويل الفواتير وجود حق للمنتمي لدى الغير يستحق في تاريخ لاحق ، والذي يتم تحويله إلى الفاكتور . فإذا كان هذا الحق غـير موجود أو زال أو انقضى عن طريـق المقاصة أو كان ملكا للغير يعتبر عقد التحويل باطلا . أي يجـب أن يكون الحق المحول إلى الفاكتور ملكا للمنتمي حتى يكون التحويل صحيحا ومنتجا لآثاره .

3- **تحويل الأوراق التجارية :** يلتزم المنتمي بتحويل الأوراق التجارية التي تلقاها من المدين أو تلك التي سحبها عليه وذلك بتظهيرها لأمر الفاكتور تظهيرا ناقلا للملكية متى كانت هذه الأوراق مرتبطة بالحقوق المحولة للشركة الوسيط وموضوع الفواتير المقبولة من طرفها .

4- **مبدأ الجماعية :** يلتزم المنتمي وفقا لهذا المبدأ بتقديم الفواتير المحررة على المدين حتى يتسنى للفاكتور ممارسة حقه في التصفية واختيار بعضها وممكن رفض البعض الآخر . وهذا الالتزام يقابله التزام الفاكتور بضمان خطر عدم الوفاء عند الاستحقاق ، وبالتالي فإن عدم تطبيق هذا المبدأ قد يحدث اختلال في المساواة بين الطرفين ، إذ ممكن أن يقوم المنتمي بتقديم فقط الفواتير المشكوك في تحصيلها لضمان استفاء قيمتها .

5- **إخطار المدين :** يتعين على المنتمي أيضا أن يقوم بإخطار مدينه بوجود الشركة الوسيط حتى يكون على علم ويقوم بالوفاء مباشرة لها .

2-7- تكلفة عقد تحويل الفاتورة

كما سبـق وأن ذكرنا فإن التكلفة الإجمالـية لعقد تحويـل الفاتورة تتكون من عنصرين أساسيين هما ؛ العنصر الأول خاص بالتعويض عن الخدمات المقدمة ، والتي ممكن أن تتضمن خدمة تحصيل الحقوق لدى الغير ، ضمان خطر عدم الدفع أو الوفاء عند الاستحقاق في حالة إعسار المدين ، وكذلك مختلف الخدمات الإدارية الأخرى أو الاستشارية أو المحاسبية . أما العنصر الثاني فيتعلق بالتعويض عن عملية التمويل المقدمة ، التي تكون عبارة عن فائدة تحسب على الحجم الفعلي للتمويل المقدم من طرف الفاكتور للمدة الممتدة من تاريخ تحويل الفواتير إلى تاريخ استحقاقها .

ولكن وحتى يتسنى لنا حساب التكلفة الصافية أو الفعلية لعقد تحويل الفاتورة يجب أن نأخذ بعين الاعتبار الفوائد والوفورات التي يحققها المنتمي من وراء اعتماد هذه التقنية . وذلك لأن تكلفة الفاكتورينج عادة ما تكون في شكل نسبي من حجم المبيعات المحققة . ولمعرفة ما إذا كانت هذه التكلفة تستحق الدفع من قبل المنشأة " المنتمي " يجب مقارنتها مع بعض التكاليف والأعباء التي تكون مجبرة على تحملها في حالة عدم استخدام الفاكتورينج أو تكلفة الفرصة البديلة ، والتي تخص ثلاث ميادين أساسية لنشاطها الاستغلالي [Jude, 1984, pp 65-70] :

- **الميدان الإداري:** ويتضمن كل الأعباء الثابتة ذات الطابع الإداري والمتعلقة بالمهام التي يتولى الفاكتور القيام بها بدلا من المنشأة المنتمي ، وكذا الوفورات في الأعباء التي تحققها المنشأة والمتعلقة بتسيير وتحصيل الحقوق ؛ والناجمة عن تخفيض في عدد العاملين ، الأدوات والمعدات ، مصاريف التنقل ، مصاريف الاستقصاء التجاري ... أضف إلى ذلك ، إلغاء مصلحة محاسبة وتسيير الزبائن بسبب إلغاء حسابات الزبائن وتعويضها بحساب واحد وهو حساب الفاكتور من شأنه أن يحقق للمنشأة

وفورات كبيرة . حيث أن تكلفة تسيير مثل هذه المصلحة تعتبر كبيرة جدا ، لأن ذلك يتطلب موظفين مختصين ذوي كفاءة عالية ، وأدوات مادية وأجهزة إعلام آلي ذات تكنولوجيا عالية .

- **ميدان الضمان المقدم:** كما هو معروف فإن الخدمة المقدمة من طرف الفاكتور تتعلق أساسا في ضمان تحصيل قيمة الفواتير في مواعيد استحقاقها على أبعد تقدير . وعن طريق لجوئها إلى عقد تحويل الفاتورة فإن المنشأة تتخلى عن القيام بعقد تأمين لديونها لدى الغير ضد مخاطر عدم التسديد لأن الفاكتور يضمن لها تحصيل كامل حقوقها . ولهذا وعند حساب التكلفة الصافية للفاكتورينج يجب استبعاد بعض المصاريف المتعلقة سواء بتسيير حسابات الزبائن كمصاريف التأمين التي تتحملها المنشأة ضد أخطار عدم الوفاء ، أو تلك المتعلقة بالديون المشكوك فيها ، أو تلك المصاريف التي تتحملها عندما تقوم المنشأة هي بنفسها برفع دعوى قضائية لتحصيل حقوقها لدى الغير .
- **الميدان المالي :** يتيح عقد تحويل الفاتورة للمنشأة المنتمي إمكانية الحصول على تدفقات نقدية داخلة تلقائية ودائمة تتناسب مع حجم مبيعاتها ، والتي تكون دائما أكبر من تلك التي ممكن أن تحصل عليها من مصادر التمويل التقليدية . فهذه الزيادة في الخزينة من شأنها أن تتيح للمنشأة إمكانية تسديد مستحقاتها قصيرة الأجل ، حيث تبدأ أولا بتسديد التسبيقات البنكية مما يساعدها على توفير بعض المصاريف التي كانت ستتحملها في صورة آجيو . ثم تقوم ثانيا بتسديد مورديها في الآجال التي تسمح لها بالحصول على الخصومات النقدية . كما أن تحويل الفواتير إلى الشركة الوسيط يمنحها الحق في سحب كمبيالات على المدينين لحساب المنشأة " المورد " . هذه الكمبيالات التي يمكن خصمها أو تظهيرها كلما دعت الحاجة إلى ذلك .

خلاصة القول أن التكلفة الصافية أو الفعلية لعقد تحويل الفاتورة ما هي إلا ذلك السعر الذي تتحمله المنشأة مقابل المجهود الإضافي الذي تبذله بالتعاون مع الفاكتور . فهي عبارة عن التكلفة الاسمية أو الإجمالية مطروحا منها التوفير الذي ممكن أن تحققه في بعض التكاليف الثابتة والمتغيرة وكذا المزايا والفوائد التي تحصل عليها .

وزارة التعلـيم العالـي و البحـ ـث العلمـي

جامعة التكويـن المتواصـل
--***--

نيابة رئاسة الجامعة للدراسات و البيداغوجية
نيابة مديرية التعليم عن بعد
فرع : قانون الأعمال
السنة الثالثة : **الإرسال الثاني**

الدكتور: بوارس أحمد

دروس في مقياس
"الأسواق المالية "

2006/2005

الفـصـل الرابـع
الأسـواق المـاليـة

تمهيد

لقد ظل شائعا لمدة طويلة من الزمن أن تقوم البنوك بجمع المدخرات من الجمهور مقابل سعر فائدة محدد ومتفـق عليه ، ثم تقوم مرة أخرى بإقراضها إلى الجهات المحتاجة للتمويل ، لا سيما منشـآت الأعمال ، ويكون ذلك طبعا بسـعر فائـدة أعلى وهـذا بهدف تغطـية مصاريـف التسيـير وتحقيق هامش ربـح من وراء ذلك . وهذا ما يتفـق على تسميته بالوساطـة المالـية بين الفئات ذات المدخـرات الفائضة والفئات المحتاجة لهـذه الأموال . غير أن مفهوم الوساطة المالية قد اتسع في اتجاهين على الأقل] جبار ، 2002 ، ص 8-11 [:

الاتجـاه الأول هو أن الوسطـاء أصبحوا يستثمرون المدخـرات المجتمعة لديهم تحت أشكال مختلـفة ؛ كشراء المنتوجات المالية المتوفرة في الأسواق المالية من أسهم وسندات وغيرها وتحقيق الأرباح من وراء ذلك . هذا بالإضافة إلى أنهم أصبحوا يصدرون أوراقا مالية لتمويل عمليات تعود عليهم بالأرباح .

الاتجاه الثاني يتمثل في قيام مؤسسات عديدة أخرى بهذه الوظيفة والتي كانت محتكرة من قبل البنوك . ولقد تم حصر حوالي 6 فصائل من المؤسسات البنكية وغير البنكية التي تقوم بالوساطة المالية والمتمثلة في :

البنـوك : بما في ذلك البنوك المركزية التي تتولى جمع المدخرات من الأعوان الاقتصاديين الذين يتوفرون على سيولة فائضة وإعادة إقراضها إلى أعوان اقتصاديين آخرين هم في حاجة لهذه الأموال ، وخاصة منشآت الأعمال .

صناديق الادخار والاحتياط : التي تأخذ العديد من الأشكال مثل الصندوق الوطني للادخار والاحتياط . وعلى الرغم من تخصص هذا الأخير في ميدان السكن إلا أنه من الممكن أن يقوم بتوظيف فوائضه المالية سواء في شراء أدوات مالية إن وجدت سوق لذلك أو إقراضها إلى طالبي رؤوس الأموال .

المؤسسات المالية المتخصصة : وهي المؤسسات التي تقوم بإصدار أسهم وسندات طويلة الأجل للحصول على الأموال المستعملة في الإقراض للغير ، لا سيما المؤسسات والجمهور ، والحصول على عائد من وراء ذلك .

الشركـات الماليـة : وهي التي عادة ما تتخصص في تمويل عمليات البيع الآجلة والإقراض العقاري ، ومن هنا فهي تحصل على معظم الأموال من إصدار السندات .

هيئات التوظيف الجماعي : وهي عبارة عن هيئات أو مؤسسات تختص في التوظيف الجماعي في الأوراق المالـية (OPCVM) ، والتي تتكون أساسا من شركـات الاستثمـار ذات رأس المـال

المتغـير (SICAV) والصناديق المشتركة للتوظيف (FCP) ، وهي تقوم بالإضافة إلى توظيف الأموال المتجمعة لديها من إصدار الأوراق المالية بتسيير المحافظ المالية ونشاطات مالية أخرى .
شركـات التأمـين : والتي تقـوم بتجميع الأمـوال ممن يقومون بتأمين ممتلكاتهم وكذا التأمين على الحياة . وعادة ما تكون لهذه الشركات فوائض مالية هامة توظفها في الأوراق المالية ، العقارات وتقرض جزءا منها للشركات وباقي المتعاملين الاقتصاديين الذين هم في حاجة لهذه الأموال .

ومن هنا يمكن القول أن وظيفة الوساطة المالية لم تبق من مهمة البنوك وحدها ، كما لم تقتصر هذه الوظيفة على جمع المدخرات وإقراضها للمحتاجين لمصادر التمويل ، بل توسع مفهوم الوساطة في الأنظمة المالية المعاصرة ليشمل نشاطات أخرى كإصدار المنتجات المالية وتوظيف الفوائض تحت أشكال مختلفة .

1- أنواع الأسواق المالية

إن محاولة الحصول على أموال لآجال طويلة أو متوسطة ، يتطلب بالضرورة أن تلجأ المنشآت إلى أسواق المال . و لأن الظروف في تلك الأسواق تؤثر على تكلفة الأموال و مدى توافر طرق التمويل المختلفة ، فإن قرار الاستثمار سيتأثر أيضا . لذلك يصبح من الضروري أن تكون الإدارة المالية بالمنشأة على علم بظروف أسواق المال . وبطبيعة الحال فكلما زادت احتياجات المنشأة للتمويل طويل الأجل وتكررت ، كلما زادت أهمية الدراسة المستمرة لتلك الأسواق .

وبصورة عامة فإنه من أهم وظائف أسواق المال و رأس المال ، هو توجيه تدفقات الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات المدخرات الفائضة إلى الوحدات الاقتصادية ذات الحاجة للأموال . وعليه فإن أسواق المال تنقسم إلى أسواق رأس المال و أسواق النقد . فبالنسبة لأسواق رأس المال Capital Markets فتنقسم بدورها إلى أسواق حاضرة أو فورية وأسواق العقود المستقبلية ، ويقصد بالأسواق الفورية Spot or Cash Markets تلك الأسواق التي تتعامل بأوراق مالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) يتم تسلمها فور إتمام الصفقة . وتشتمل تلك الأسواق على أسواق رأس المال المنظمة Organized Capital Markets ، أي البورصات ، كما تشتمل على أسواق رأس المال غير المنظمة Unorganized Capital Markets والتي تتداول فيها الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة والبنوك التجارية ... وما شابه ذلك . هذا إلى جانب ما يطلق عليه تسمية الأسواق الاحتكارية والمتمثلة أساسا في وزارة المالية أو البنك المركزي في الدولة المعنية واللذان يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة .

أما أسواق العقود المستقبلية فهي أسواق تتعامل أيضا في الأسهم والسندات ، ولكن من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق . وأخيرا يقصد بأسواق النقد Money Markets الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية القصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجاريـة .

شكـ ـل رقـم 01
مكونـ ـات أسـواق المـ ـال

المصدر : [منير هنيدي ، 1999 ، ص 6]

ونظرا للتنوع والاختلاف الكبير الذي تتميز به الأسواق المالية فإننا نجد هناك تقسيمات متعددة لهذه الأسواق تختلف باختلاف المعيار المستخدم فمنها من يعتمد على طبيعة المعاملات وتوقيت إصدارها وكذا المتدخلين في هذه السـوق ، فنجد السوق الأول والثاني والثالث والرابع . معيار ثان للتقسيم يعتمد على آجال العمليات ؛ حيث نجد السوق النقدية التي تخص الآجال القصيرة ، وسوق رؤوس الأموال التي تتضمـن الآجـال الطويلة . المعيار الثالث للتقسيم يرتكز على طبيعة المنتجات المتداولة في السوق ؛ بورصة السلع ، أسواق الأوراق المالية ، أسواق القروض . أما المعيار الرابع فيعتمد على المجال الجغرافي المغطى من طرف هذه السوق ؛ أسواق رأس المال الدولية ، أسواق المال الإقليمية ، أسواق المال المحلية . وسنتناول هذه التقسيمات بنوع من التفصيل كما يلي :

1-1- التقسيم حسب طبيعة المعاملات وتوقيت الإصدار : وفقا لهذا المعيار نجد التقسيمات التالية :

1-1-1- السـوق الأول

يقصد بالسوق الأول Primary Market السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور - لأول مرة - أوراقا مالية (للاكتتاب) قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية . فعندما تصدر شركة ما أسهما جديدة وتطرحها للجمهور فإنها غالبا ما تعتمد على ما يطلق عليه اسم بنك الاستثمار والذي عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة . والوظيفة الرئيسية لبنك الاستثمار تتمثل أساسا في كونـه وسيطا بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة و بين الجهة التي قررت إصـدارها . أي أنه يقوم بشراء الأوراق المالية من الشركة المصدرة ثم يبيعها للمستثمرين مع تحقيق فرق بين السعرين مقابل الخدمة التي يقوم بها .

و لا يعتبر بنك الاستثمار السبيل الوحيد لإصدار وتصريف الأوراق المالية فهناك طريقان آخران هما : الأسلوب المباشر والمزاد . ويقصد بالأسلوب المباشر قيام الجهة المصدرة للورقة بالاتصال بعدد كبير من كبار المستثمرين لكي تبيع لهم الأسهم أو السندات التي أصدرتها . أما المزاد فيتمثل في دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءاتهم سواء من ناحية الكمية أو السعر ، و يتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم الأقل فالأقل إلى أن يتم تصريف كامل الإصدار . وبصورة عامة فإن بنك الاستثمار يقوم بالخدمات التاليـة :

أ - ضمان الأوراق المالية المصدرة ضد تقلبات الأسعار التي يمكن أن تحدث عند توزيع أسهم جديدة حيث يقوم بشرائها ثم يقوم ببيعها بحيث لا يحدث هبوط في القيمة التي تباع بها .

ب - تسويق الأوراق المالية ، فنظرا لتخصص بنك الاستثمار فإنه يقوم بتسويق الأوراق المالية بكفاءة كبيرة نسبيا ، وهو يقوم بتسويق هذه الأوراق المالية عن طريق وكلاء السماسرة .

جـ - تقديـم النصيحة والمشـورة للشركات عن صفـات وشـروط الأوراق المالية باعتباره خبيرا في أسواق المال .

1-1-2- السـوق الثـانـي

يقصد بالسوق الثاني Secondary Market السوق الذي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار Outstanding Securities وذلك بحسب أنظمة وإجراءات تضعها إدارة البورصة وتشرف عليها هيئات مراقبة حكومية . ويمكن التمييز في هذا الصدد بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة . ولعل البورصات هي الشكل السائد للأسواق المنظمة والتي يقصد بها ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة ، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمنشأة المصدرة لتلك الورقة . وباختصار يمكن تقديم خمس مزايا لبورصة الأوراق المالية :

1 - إن وجود مكان محدد يجعل من السهل تنفيذ عمليات الشراء والبيع بكفاءة وتكلفة أقل . وبالتالي فإن السيولة التي تتحقق نتيجة تلك العمليات تجعل المستثمرين راغبين في قبول عائد قليل نسبيا على الأوراق المالية ، وهذا معناه انخفاض تكلفة الأموال .

2 - إن عمليات البيع والشراء التي تتم يوميا هي بمثابة اختبار لقيم الأوراق المالية وهو ما يسهل عمليات التمويل والتوسع .

3 - يعتبر وجود بورصة أوراق مالية نشطة وكفئة عاملا أساسيا في تطور سوق الرأسمال الأولى ؛ حيث تجعل الإصدارات الجديدة أكثر قابلية للتسويق Marketability مما يخفض من خطر ضمان هذه الإصدارات ويشجع على نمو بنوك الاستثمار .

4 - تمثل البورصة سلطة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة الشركات التي يجري تداول أوراقها المالية في البورصة . فالشركات التي تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عالي من الكفاءة تحصل على نتائج أعمال مرضية ، وترتفع أسعار أسهمها في السوق . أما الشركات التي تكون نتائج أعمالها غير مرضية ، فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق .

5 - تساهم البورصة في تشجيع عملية الإضجار والاستثمار في المجتمع ، وذلك بتجميع الإدخارات الصغـيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توفر للشركات التمويل اللازم لاستغلال فرصها الاستثمارية المنتجة . ويعتبر السوق الثاني (أو الثانوي) ذو كفاءة عالية إذ يمكن من توجيه رؤوس الأموال نحو الاستعمالات الأكثر إنتاجيـة وربحية . وهناك شرطـان ضروريان لذلك أولهما توفر المعلومات الضرورية عن الأوراق المالية التي يجري تداولها ، بالإفصاح عنها ونشرها بسرعة وتوصيلها إلى كافة المتعاملين في السوق بأقل تكلفة ممكنـة . أما الشرط الثاني فهو أن تكون تكاليف المبادلات (عمولات الوساطة) منخفضة بحيث لا تقف عائقا أمام بيع وشراء الأوراق المالية حتى ولو كانت فرص الربح من التداول صغيرة [الميداني ، 1993 ، ص 501 - 502] .

1-1-3- السـوق الثـالـث

يمثل السوق الثالث The Third Market قطاعا من السوق غير المنظم ، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة . وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة وعلى استعداد دائم لشـراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كـبرت أو صغرت ، وهي تمارس دورا منافسا للمتخصصين من أعضـاء السوق المنظمة . أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة ، مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها والتي تديرها البنوك التجارية Bank Trust Accounts . هؤلاء العملاء الذين وجدوا في هذه السوق فرصة التفاوض في مقدار العمولـة بل والحصول على تخفيـض مغر بعكس ما هـو موجود في السـوق المنظمـة . هذا بالإضافـة إلى شعور تلك المؤسسات بعدم قدرة المتخصصين في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة بالسرعة المطلوبة .

1-1-4 - السـوق الرابـع

يقصد بالسوق الرابع The Fourth Market المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة ، وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة . وفي ظل هذه السوق تبرم الصفقات بسرعة أكبر ، كما قد يتمخض عن الاتصـال المباشـر إبـرام الصفقات بأسعـار مرضية للطرفـين ، وبتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات .

يعتبر هذا التقسيم ، الذي يعتمد أساسا على طبيعة المعاملات وكذا على المتدخلين في السوق ، تقسيما يـكاد يـكون السائـد في أغلب أنحاء العالـم . هذا في الوقـت الذي نجد أن أغلبية أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية أخذت تظهر وتتطور خلال السبعينيات . وتشمل هذه الأسواق بورصات منظمـة Organized Exchanges Markets ، بردهـة للتداول Trading Floor وتشريعات تنظم كافة جوانب التعامل مثل سوق عمان المالي ، سوق الكويت للأوراق المالية ، و بورصة القيم المنقولة بتونس . كما أنها تشمل أسواق أوراق مالية غير منظمة مثل سوق الأسهم السعودي الذي يتم التداول فيه من خلال وكلاء Dealers يعملون في وحدات تداول مركزية تابعة للبنوك التجارية السعودية في أحد فروعها في مدينة الرياض أو المركز الرئيسي إن وجد في تلك المدينة [الميداني ، 1993 ، ص 502] .

إلا أنه وبصورة عامـة تعاني أسواق الأوراق المالـية العربيـة من انعدام العمق والوساعة السوقـية Market Depth and Breadth . ويعني انعدام العمق في السوق عدم وجود عدد كبير من طلبات البيع والشراء ، وتقلب أسعار التداول بحدة ، و وجود فارق كبير بين سعر الطلب وسعر العرض ، وذلك في أي وقت من الأوقات . أما انعدام الوساعة أو ضيق السوق ، فإنه يعني حجم تداول يومي صغير وغير نشيط وذلك بسبب قلة المتعاملين في السوق و ضآلة طلبات البيع والشراء .

2-1- التقسيم حسب آجال العمليات : استخدام معيار آجال العمليات لتقسيم الأسواق المالية يبرز لنا سوقين أساسيين يتمثلان في :

1-2-1- السـوق النقديـة

تعرف السوق النقدية Money Market على أنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالـية قصيرة الأجل من خـلال كل المتعاملين الاقتصاديين سـواء كانوا مؤسسات أو أفراد أو جهات حكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة . كما عرفت بأنها سوق القروض قصيرة الأجل فيما بين المؤسسات المالية ، أو كما تعرف بسوق السيولات أو سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل . وسوف يتم التطرق لهذه السوق بالتفصيل في المواضيع اللاحقة .

2-2-1- سـوق رؤوس الأمـوال

بصورة عامة يمكن تعريف سوق رؤوس الأموال بأنها السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالـية طويلة الأجل ، سواء كانت هذه الأوراق تمثل مستند ملكية كالأسهم أو تمثل مستند مديونية كالسندات . وهذه الأوراق المالية ممكن أن تصدر عن منشآت الأعمال كما أنها ممكن أن تصدر عن الحكومة كما سنرى لاحقا .

1-3- التقسيم حسب المنتجات المتداولة : تقسم الأسواق المالية من منظور طبيعة المنتجات المتداولة ، والتي قد تكون سلعا ، قروضا أو أوراقا مالية إلى عدة أسواق فرعية نذكر منها ما يلي :

1-3-1- بورصة السلع

تعـرف هذه البورصـة على أنها جمعـية من الأفـراد أو الشركـات التي تمنح سوقـا حـرة لبيـع وشـراء مختلف السلـع بصفة تنافسية ودائمة ، كالحبـوب ، اللحـوم ، المعادن ، القهوة ، الخشب ... وعليه فإن بورصـة السلـع Bourse de Marchandises أو كما تعـرف ببورصـة التجـارة هي ذلك المكان الذي يلتقي فيه الباعـة والمشـترون للسلـع المختلفة ، خاصـة تلك التي تتوفـر فيها بعـض الشـروط كحـد معين من الجـودة وعدم اندثارها بسرعة كالفواكه وإمكانـية قياسها وغيرها من الشروط [جبار ، 2002 أ ، ص 73-74] .

ويرجع تاريخ ظهور هذه الأسواق إلى العصور القديمة جدا ، حيث نظم الإغريق والرومان ما يشبه بورصات السلع الحالية ، حتى في المعاملات الآجلة أو كما يعرف حاليا ببورصة العقود . كما عـرف هذا النوع تطورا وانتشارا سريعا في أوروبا وخاصة في الدول الأنجلوسكسونية خلال القرن التاسـع عشر مع إقامة بورصـة القطن بمدينة ليفربـول البريطانـية سـنة 1842 ، وبورصة التجارة بشيكاغو سـنة 1848 . والتي كان الهدف الأساسي من إنشائها هو تسهيل تبادل السلع التي يمكن تسليمها فورا .

هذا ويمكن تقسيم العمليات التي تتم في بورصة السلع إلى قسمين ؛ القسم الأول منها يتم في بورصات السلع الحاضرة ، حيث يتم بيع وشراء البضائع الموجودة فعلا أثناء التعاقد سواء بتوفر الكمية المتعاقد عليها في المخزن أو عينة ممثلة لها . وعادة ما تتم هذه العمليات بصورة مباشرة بين البائع والمشتري ، ولهذا تعرف في بعض الكتب بالسوق الحرة .

أما القسم الثاني من العمليات التي تتم في بورصة السلع فيتمثل في العقود المبرمة بين المتعاملين التي يكون التسليم فيها في وقت لاحق ، بمعنى آخر تلك العمليات والصفقات التي تعقد في أسواق السلع الآجلة . وغالبا ما يكون التعامل هنا منصبا على السلع والمنتجات التي يكون إنتاجها موسميا أما الطلب عليها فيكون على مدار السنة . ويتم التعامل وفقا لعقود ممثلة لتلك السلع ، حيث يلتزم المشتري والبائع على تبادل سلعة معينة في فترة لاحقة مقابل ثمن يحدد في تاريخ التعاقد . ومن هنا يلتزم البائع بتقديم السلعة للمشتري في الوقت المتفق عليه ووفقا للمواصفات المحددة ، كما يلتزم المشتري بتسلم هذه السلعة سواء دفعة واحدة أو على دفعات طبقا لما هو متفق عليه .

لقد شهدت بورصة السلع تطورا ملحوظا عبر الزمن خاصة من حيث المنتجات المتبادلة فيها . إذ بدأ التعامل الآجل بعدد قليل من المنتجات الزراعية والصناعية ليصل إلى مجموعة كبيرة من تلك المواد بالإضافة إلى عدد لا يستهان به من المنتجات المالية . إذ انتشر التعامل بالعقود المتعلقة بتلك السلع ، خاصة في بورصات السلع الأمريكية التي كانت السباقة إلى تداول بعض العقود المستقبلية ، ثم اتسع

ميدان التعامل فيها إلى الخشب والمعادن الثمينة وغيرها من المنتجات . هذا بالإضافة إلى النشاط والازدهار الذي عرفته البورصات البريطانية التي جعلت من لندن مركزا عالميا خاصة في بعض السلع كما هو الشأن بالنسبة للمعادن غير الحديدية ، إذ تعتبر بورصة لندن London Metal Exchange; LME من أهم وأقدم البورصات المتخصصة ، حيث يعود تاريخ إنشائها وانطلاقها إلى سنة 1877 .

تكتسي بورصات السلع أهمية بالغة في تطوير الاقتصاد الوطني ، حيث تلعب دورا فعالا في توفير المواد الأولية المختلفة وإمداد الصناعات الوطنية بها . كما أنه تغذي الأسواق المحلية بمختلف المواد الاستهلاكية بصفة عامة والغذائية بصفة خاصة وبصورة مستمرة وبدون انقطاع ، لا سيما الموسمية منها .

1-3-2- أسواق الأوراق المالية

ويقصد بها تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وفقا لقواعد خاصة بكل سوق وبكل بلد على الرغم من أن المبادئ العامة متشابهة . وتمتاز الأسواق المالية للأوراق المالية بنفس الميزة الخاصة بسوق السلع من حيث طبيعة العمليات التي ممكن أن تجرى ، حيث تكون على نوعين ؛ العمليات الفورية والعمليات الآجلة . إذ تتم العمليات الفورية بالاتفاق على الصفقة ، وبمجرد حصول الاتفاق يمكن للمشتري أن يتسلم الأوراق محل الصفقة ويدفع ثمنها فورا . أما العمليات الآجلة فيتم الاتفاق فيها مسبقا على يوم التسليم وعلى سعر التبادل .

1-3-3- أسواق القروض

تعتبر أسواق القروض وسيلة من وسائل التقاء بين الجهات المحتاجة للتمويل الخارجي بمختلف آجاله وبين الجهات صاحبة الفوائض المالية . ولما كانت القروض تقسم عادة إلى قروض قصيرة الأجل وقروض متوسطة وطويلة فإن الأسواق تقسم هي الأخرى إلى سوق القروض متوسطة وطويلة الأجل وسوق القروض قصيرة الأجل .

1-4- التقسيم حسب المجال المغطى : تقسم الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى الأنواع التالية :

1-4-1- الأسواق المالية الدولية

تعتبر أسواق المال الدولية مصدر من مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات العمومية والخاصة وكذا بالنسبة للحكومات من أجل تمويل العجز أو المشاريع المختلفة . هذه المصادر أو الودائع قد تكون قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل ، والتي يتم جمعها من الجمهور والمؤسسات المالية المختصة من طرف البنوك والمؤسسات المالية الأوروبية المرخصة ، والتي تقوم هي الأخرى بإعادة استثمارها أو إقراضها للمؤسسات والحكومات الطالبة لمصادر التمويل .

ومن هنا فقد عرفت هذه الأسواق عدة تعاريف مختلفة ، فمنها من عرفها بأنها أسواق الديون المقومـة بالعملات المختلفة وإن كان الـدولار أهمها ، والصادرة عن الحكومـات والمؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات والتي لا تخضع لرقابـة السلطات النقديـة والمالـية لأي من الـدول . وهنـاك من عرفها انطلاقـا من دورهـا الاقتصـادي ، حيث يتمـثل دور أسـواق رؤوس الأمـوال الدولـية في تمويـل العمليات الدولـية كالصادرات من السلـع والخدمات والعمليات الداخلـية كقـروض الشركات الوطنية] جبار ، 2000 ، 716 ، ص 92-93 [.

إلا أنه وبصورة عامة يمكن القول بأن الأسواق المالية الدولية هي أسواق تنشأ فيها وتتم عمليات التبادل والتداول والتصفية للديون والأصول النقدية والمالية ، المرتبطة بعمليات تتجاوز الحدود الوطنية للدولة . فإذا كان على مستوى الاقتصاد الوطني نلاحظ هناك عملية ربط بين العناصر الاقتصادية المالكة للأموال بالعناصر الاقتصادية صاحبة الحاجة لهذه الأموال . حيث نجد أن العناصر الاقتصادية المختصة بإنتاج الموجودات غير المالية ، أي السلع والخدمات ، هي بشكل عام صاحبة الحاجة للأموال ، والمستهلكون هم عادة مالكو الأموال . ومن هنا يضم القطاع المالي للاقتصاد الطالب والعارض للأموال في آن واحد . إلا أنه على مستوى الأسواق المالـية العالمية فإن الوظيفة الأساسية تكمن في إقامة علاقـة مباشرة أو غير مباشـرة بين عارضي الأموال وطالبيها . حيث أن العمليات تتخطى الحـدود الضيقة للدولـة ، وتشارك فيها عناصر اقتصاديـة تنتمي إلى قوميات مختلفة ، تنطوي على عـدة عناصر تجعل من هذه العمليات التي تجرى في الأسواق الدولية أكثر تعقيدا وخطورة من مثيلتها في الأسواق الوطنية .

إن التعقيدات الإضافية ، في هذه الحالة ، تحدثها العملة المعتمدة للوسائل المستخدمة . فغالبا ما يستخدم المقرض والمقترض عملة تختلف عن تلك المستخدمة في العمليات الرئيسية ، فينتج عن ذلك حالة من الشك عند المشاركين في هذه الأسواق بسبب تقلبات قيمة العملات بالنسبة لبعضها البعض ، فالعمليات المالية تحدث مخاطر صرف لأحد الطرفين أو لكليهما .

وكما هو الشأن بالنسبة للأسواق المالية المحلية فإن أسواق رؤوس المال الدولية تنقسم هي الأخرى إلى عدة أنواع وفروع من أهمها ما يلي :

أ- سوق النقد الدولية

لقـد عرفت هـذه السـوق على أنها مجموعـة الصفـقات التجاريـة والمالـية التي تتـم بواسطـة العمـلات الصعبة خـارج بلدانها ، أي خـارج بلدان إصدارها ، كأن نتكلـم عـن الـدولارات الأوروبـية Euro Dollars الموجودة خـارج الولايات المتحـدة . ومـن هنا يمكن القـول أن السـوق النقديـة هي ذلك النظام الذي يمكن المؤسسات والحكومات من التـزود برؤوس الأموال قصـيرة الأجـل [جبار ، 2002 ، ص 94- 95] .

ويرجع ظهور هذه السوق وانطلاق العمليات بها إلى بداية العشرينيات من هذا القرن ، إلا أن العمليات التي تم إبرامها خلال هذه الفترة كانت محدودة جدا ، حيث أن الانطلاقة الحقيقية لها كانت في منتصف الستينيات وبالضبط إلى سنة 1963 . حيث شهدت هذه الفترة عجز كبير في ميزان المدفوعات الأمريكي ، الأمر الذي جعل الحكومة الأمريكية تمنع خروج رؤوس الأموال بكثرة وذلك بفرض رقابة صارمة على حركة رؤوس الأموال . والنتيجة التي نجمت عن ذلك هي زيادة الطلب على رؤوس الأموال في العالم أجمع ، والتي أدت بدورها إلى تطور السوق النقدية الدولية .

يضاف إلى ما سبق سبب آخر ساهم هو كذلك في تطور سوق النقد الدولية والمتمثل في استطاعة المدخرين تحقيق عائد أكبر في هذه السوق مقارنة مع الادخار في السوق الوطنية ، كما أن المستثمرين والمقترضين من هذه السوق تمكنوا من الحصول على رؤوس أموال بسعر فائدة أقل مما لو كانت قروضهم من السوق الوطنية [جبار ، 2002 ، ص 94] .

أما بالنسبة للعمليات التي تتم على مستوى السوق النقدية الدولية فقد تطورت وتعقدت بتطور الأنظمة الاقتصادية ، حيث كانت هذه العمليات تتم بكل بساطة عبر السوق النقدية الوطنية . إذ عادة ما نجد هناك طرفان ؛ أحدهما في حاجة إلى تمويل والآخر يتوفر على وسائل التمويل ، وبذلك يمكن للطرف الأول أن يتوجه إلى الثاني للتزود بما يحتاجه من رؤوس الأموال قصيرة الأجل ، وطبعا كل ذلك يتم بين أفراد ومنشآت أعمال ومؤسسات مالية لنفس البلد . ولكن غالبا ما لا تستجيب السوق الوطنية لكافة احتياجات الأفراد والمؤسسات . إذ قد تكون المبالغ المدخرة من قبل الجمهور والمؤسسات المالية المختصة غير كافية لتلبية احتياجات الاقتصاد الوطني من وسائل التمويل . كما قد يفضل أصحاب هذه الفوائض المالية ادخارها خارج الوطن ، أو أن تفضل الجهات المحتاجة لرؤوس الأموال الحصول عليها من مؤسسات مالية أجنبية بأسعار فائدة أقل أو بشروط أخف . كل هذا طبعا أدى إلى تطور السوق النقدية الدولية ، حيث توسعت وتعقدت العمليات التي تجرى من خلالها وكذلك كثرت الأطراف المتدخلة فيها والمساهمة في تغذيتها برؤوس الأموال .

وتعمل هذه السوق من خلال ميكانيزمات بلغت مستوى كبير من التشابك والتعقد ، حيث يمكن لأصحاب رؤوس الأموال أن يتوجهوا إلى أي نظام نقدي أو مالي سواء كان وطنيا أو أجنبيا لاستثمار أموالهم وذلك بالمرور بسوق الصرف Exchange Market . فالمستثمر الألماني مثلا يمكنه توظيف أمواله في ألمانيا أو توظيفها في أية سوق نقدية أجنبية حسب العائد الذي يمكنه الحصول عليه ، كالسوق الفرنسية أو اليابانية أو الأمريكية أو غيرها ولكن بشر المرور عبر سوق الصرف لمعادلة العملة التي بحوزته . ونفس الطريقة يتبعها الشخص الذي يبحث عن مصادر للتمويل ، حيث يمكنه طلبها من السوق النقدية الوطنية أو يتجه إلى الأسواق النقدية الدولية بسبب انخفاض الفائدة مثلا أو لأي سبب آخر ، وذلك مرورا بسوق الصرف أيضا .

هذا وتجدر الإشارة إلى أن السوق النقدية الدولية قد تطورت كثيرا بتطور المنتجات المالية المتداولة فيها . ففي أول الأمر كانت هذه السوق تقوم أساسا على الودائع الآجلة التي تتراوح فترات استحقاقها من عدة أيام إلى 5 سنوات ، وإن كانت هذه الفترات في معظمها لا تقل عن 6 أشهر . أما سعر الفائدة وتاريخ الاستحقاق فهما محل تفاوض بين المودع والبنك ، هذا بالإضافة إلى أنه عادة ما يحدد المبلغ الأدنى الذي يمكن قبوله كوديعة في السوق النقدية الدولية .

الوسيلة الثانية لتغذية السوق النقدية الدولية برؤوس الأموال هي شهادات الإيداع ، والتي تتراوح فترات استحقاقها بين شهر وسنة . لقد تم تداول هذه الشهادات أول مرة سنة 1966 حيث تم إصدارها من قبل First National City Bank في لندن . ومن إيجابيات هذه الشهادات أنه يمكن تداولها كأية ورقة مالـية في السوق الثانوية . كما أنها تساعـد على استقرار السـوق النقديـة الدولية لأن المبالغ الموظفة تبقى ثابـتة في البنوك نسبيا وذلك لتبادل الشهادات المقابلـة لتلك المبالـغ بين المستثمرين عن طريـق البيع والشراء .

أما فيما يخص أهم المتدخلين والمتعاملين الاقتصاديين والماليين في هذه السوق فهم البنوك المركزية ، البنوك التجارية ، الشركات المتعددة الجنسيات وبعض البلدان صاحبة الفوائض المالية مثل دول الخليج العربي . ومن هنا يمكن القول أن السوق النقدية الدولية هي وسيلة هامة من وسائل التمويل على المستوى العالمي ، وبالتالي فهي تساعد على انتقال رؤوس الأموال فيما بين الدول سواء لتلبية أغراض التمويل أو لتلبية احتياجات المبادلات التجارية الدولية ، أي تسديدها ، أو لخدمة أهداف السياسات المالية لمختلف الدول ، وتدخلات بنوكها المركزية وسلطاتها المالية ، والتي قد تتمثل أساسا في استخدام أسعار الفائدة أو أسعار الصرف .

ب – سوق رأس المال الدولية

تعتبر الأسواق المالية الدولية سوقا تلتقي من خلالها الدول والمؤسسات المالية والبنوك العالمية ، التي بحوزتها فائض من الأموال الممكن توظيفها واستثمارها وتلك الدول والشركات التي لها نقص في رؤوس الأموال وترغب في التزود منها لتمويل مشاريع واستثمارات تحتاج إلى أموال ضخمة لمدة طويلة نسبيا .

كما عرفـت بأنها " تلك السـوق التي يقـوم فيها المقرضون والمستثمرون بعـرض قروض مالـية متوسطة وطويلة الأجـل مقابل الحصول على أصول مالية يعرضها المقترضون أو حاملوها الأصليين " [جبار ، 2002 ، 104-105] . ومن هنا يمكن القول أن هذه السوق شبيهة إلى حد ما بالسوق المالـية الوطنية ، غـير أن المتعاملـين فيها من مقرضـين ومقترضين هم بنوك ومؤسسات مالـية دولية وشركات متعددة الجنسيات وغيرها من الشركات العالمية . حيث يقوم المقترضين بإصدارات

مختلفة للأوراق المالية وبيعها في أسواق المال الدولية والحصول على مصادر التمويل من النوعين المتوسط والطويل .

لقد نشطت هذه السوق مع بداية الستينات من هذا القرن وتطورت كثيرا مع مرور الزمن . حيث تجلى هذا التطور في انقسامها إلى عدة فروع وفقا لنوع الأوراق والمنتجات المالية من جهة ، ولإجراءات الإصدار من جهة أخرى . وبصورة عامة يمكن القول أن أسواق رأس المال الدولية تتكون من الأسـواق التي تستعمل لإصـدار أوراق مالـية تمثل مساهمات في رؤوس أمـوال المنشآت المصدرة لها كالأسهم الدولية ، ومنه التي تستعمل لإصدار أوراقا مالية تمثل دينا على تلك المنشآت كالسندات الدولـية . هذا من جهة ، ومن جهة أخـرى نجد أنه من بين تلك الأسـواق ما يمثل ملجأ للباحثـين عن التمويل متوسط وطويل الأجـل ، ومنها ما يمثل مقصـد المحتاجـين لرؤوس الأمـوال قصيرة الأجل . والغاية التي تسعى إلى تحقيقها الأسـواق الدولـية في النهاية هي التوزيع الفعال لرؤوس الأمـوال بين الأطراف ذات الفوائض المالـية والمحتاجة لهذه الفوائض على مستوى دولي . وفيما يلي أهم تلك الفروع [جبار ، 2002 ، 104-105] :

ب1 – سوق الإقراض المصرفي بالعملات الأجنبية (Euro-crédits) : ينظر إلى سوق الإقراض المصرفي بالعملات الأجنبية على أنها تلك السوق التي تتولى منح القروض متوسطة وطويلة الأجل على المستوى العالمي ، والتي عادة ما تكون بمبالغ معتبرة . هذا وقد عرفت هذه القروض على أنها تلك القروض التي تمنح من طرف البنوك باستعمال عملة أجنبية ، أي خارج الدولة التي أصدرتها .

بالإضافة إلى ذلك فإن البنوك العالمية المتخصصة في منح مثل هذه القروض لا تخضع في معظم الأحيان لتشريعات وحماية دولة معينة ، وأن الخطر الذي يميز تلك القروض عادة ما يكون عاليا نسبيا . ومن هنا ، فإنه من الناحية العملية ، ومن أجل تقسيم وتخفيض المخاطر من جهة ، ولتغطية القروض التي يعجز بنك واحد عن تغطيتها من جهة ثانية ، نجد أن هذه القروض تغطى من طرف مجموعات من المصارف . كل هذه الأسباب وغيرها أدت إلى تجمع البنوك والمؤسسات المالية العالمية في شكل تكتلات بنكية تقوم بمنح قروضا متوسطة وطويلة الأجل بكثير من العملات الأجنبية ، وإن كان الدولار الأمريكي هو العملة الشائعة الاستعمال .

لقـد ظهر هـذا النوع من التكتلات العالمية بعد الحرب العالمية الثانية وتزايد عددها حتى بلغ حوالي 50 تجمعا . وقـد كان أول تجمع أنشأ ضـم مجموعة مـن البنوك البريطانية ، الكندية والأسترالية والتي عرفت باسم Midland and International Bank . وقد شكلت القروض المصرفية بالعملات الأجنبية النوع الوحيد من القروض البنكية التي منحت في الأسواق المالية العالمية في الفترة الممتدة ما بين 1979 إلى 1981 [جبار ، 2000 ، ص 107-108] .

أما فيما يخص أسعار الفائدة على هذه القروض فقد تكون ثابتة على مدى فترة القرض ، كما يمكن أن تكون متغيرة أو متحركة ، غير أنها على العموم عادة ما تكون قريبة من أسعار الفائدة المطبقة في سوق لندن على ودائع البنوك فيما بينها [London Interbank Offered Rate LIBOR] ، بالإضافة إلى هامش محدد حسب مدة القرض .

هذا بالرغم من أن النوع المسيطر والمنتشر بشكل واسع في سوق الإقراض المصرفي بالعملات الأجنبية هو تلك القـروض التي تعـرف باسم Roll-Over . وهي قروض ذات أسعار فائدة متغيرة ومتجددة ، إذ تتغير تلك الأسعار كل 3 ، 6 ، 12 شهرا ، وهذا بالطبع من شأنه أن يخفف كثيرا من المخاطر الخاصة بتغيير أسعار الفائدة بالنسبة للمقرض - البنك .

بالإضافة إلى ذلك فإنه من الناحية العملية عادة ما نجد أن أسعار هذه القروض تتحدد وفقا لعدة عوامل ، من بين هذه العوامل مستوى المخاطر التي يمتاز بها البلد المقترض . حيث تقسم البلدان المقترضة إلى مجموعات مختلفة ، تفرض على كل مجموعة سعر معين للفائدة . كما أنها تتوقف أيضا على مدة القرض ، مبلغ القرض ، وضعية السوق ودرجة المنافسة السائدة .

أما عن المقترضين من سوق الإقراض المصرفي بالعملات الأجنبية فنجد كافة الدول ، غنية كانت أم فقيرة ، غربية أم شرقية ، تتقدم لطلب رؤوس الأموال من هذه السوق . هذا إلى جانب منشآت الأعمال سواء كانت عمومية أم خاصة ، وكذا المؤسسات المالية .

ب 2 – ســوق السنـدات الدوليـة : تعتـبر سوق السندات فرعا من فروع سوق رؤوس الأموال الدولية . حيث يتم فيها تداول السندات الدولـية التي تمثل دينا على المصـدر لها ، وهي تصدر بعملة غير عملة أو عملات الدول التي تتداول فيها . وتعتـبر السندات المصـدرة بالدولار الأمريكي والمباعة في الأسواق الأوروبية أحسن مثال على ذلك . ومن ناحية أخرى تعد السندات الدولية وسيلة من وسائل جلب رؤوس الأموال من دول أخرى بغرض تمويل المشروعات إذ تتراوح مدد استحقاقها من 10 إلى 15 سنة ، وبالتالي فهي تعتبر وسيلة تمويل طويل الأجل . وعلى هذا الأساس تم إنشاء هيئة دولية لإصدار وتسويق تلك السندات عبر كل دول العالم تعرف باسم Syndicat ، والتي تقوم كذلك بشراء السندات التي لم تبع في السوق حتى توفر لها السيولة اللازمة .

على الرغم من سيطرة الدولار الأمريكي كعملة إصدار عالمية في سوق السندات الدولية إلا أن بعض العملات الأوروبية والآسيوية بدأت تجلب اهتمام المصدرين العالميين ، إذ ازدادت أهمية المارك الألماني والـين الياباني في ســوق الإصدارات السندية الدولـية . هذا بالإضافة إلى بعض العملات الأوروبية والتي كان استخدامها أكـبر من استخدام العملات العربـية ولكن أقـل من الإصدارات التي تتم بالـدولار الأمريكي والمـارك الألماني والـين الياباني والمتمثلة في الجنيه الإسترليني ، الفرنك الفرنسي ، الفرنك السويسري وغيره من العملات . ولكن مع توحيد العملة الأوروبية اليوم فإن

الإصدارات التي تتم بالأورو أصبحت منافسة لتلك الإصدارات التي تتم بالدولار . أما فيما يخص العملات العربية فإن استخدامها كان ضئيلا ، حيث تمت بعـض الإصدارات المحدودة بكل من الدينار الكويتي ، الدينار البحريني ، والريـال السعودي . كما تمـت إصدارات أخرى بعملات بعض دول الجنوب مثل دولار هون كونج .

ومن خصائص السندات الدولية أن الفوائد عليها ثابتة خلال الفترة الخاصة بالإصدار ، وقد ينظر إلى ذلك على أساس أنه إيجابي بالنسبة للمقترضين ، الذين يمكنهم الحصول على تمويل بسعر فائدة ثابت يجنبهم مخاطر ارتفاع هذه الأسعار في الأسواق المالية ، وبالتالي إمكانية تحديد سياساتهم الطويلة الأجل على هذا الأساس .

ميزة أخرى تتميز بها هذه السوق والمتمثلة في الدور الهام الذي تؤديه . حيث ينظر إليها على أساس أنها أداة لتعبئة الفوائض المتوفرة لدى الأفراد والمؤسسات المالية على المستوى العالمي وإعادة توزيعها على المحتاجين لمصادر التمويل من دول ومؤسسات دولية أخرى . وهذا ما يبرر التوسع الهائل الذي عرفته هذه السوق في السنوات الأخيرة إذ قفزت المبالغ المقترضة من 20 إلى 212 مليار دولار من سنة 1980 على سنة 1989 [جبار ، 2000 ، ص 122] .

يتحدد الطلب على هذه السندات بعوامل مختلفة ومتعددة ، إلا أن العاملين الأساسيين اللذين يلعبان دورا مهما في تحريك هذا النوع من الإصدارات يتمثلان في سعر الفائدة الممنوح لحاملي هذه السندات من جهة ، وكذلك أسعار الفائدة الخاصة بالوسائل التمويلية قصيرة الأجل . فعلى سبيل المثال سجلت أسواق السندات الدولية تقلبات كبيرة خلال سنة 1980 بسبب التغيرات التي مست أسعار الفائدة قصيرة الأجل ، إذ بمجرد انخفاض هذه الأسعار لجأت المؤسسات إلى التمويل قصير الأجل ، ولكن عندما ارتفعت تلك الأسعار عاودت هذه المؤسسات لجوئها إلى السندات طويلة الأجل .

ب 3 – سوق الأسهم الدولية : تشبه الأسهم الدولية ، كمنتوج مالي ، الأسهم العادية الأخرى في كونها تمثل حق ملكية المستثمر أو حاملها لجزء من رأس مال الشركة المصدرة لها ، وذلك على عكس السندات الدولـية . حيث تتم عملية إصدار هذه الأسهم من قبل شركة مساهمة معينة في بلدان غير البلد الأصلي لها ، أما عملية التوزيع فتقوم بها هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية متخصصة .

يرجع انطلاق التعامل في هذه السوق إلى النصف الثاني من السبعينيات بالرغم من أن إنشاؤها الرسمي فقد تم سنة 1983 . لقد تطورت هذه السوق مع مرور الزمن تطورا ملحوظا حيث سجلت 6 إصدارات سنة 1983 ، 10 سنة 1984 ، 24 سنة 1985 ، و 120 إصدارا سنة 1986 . في حين كان المبلغ المتوسط لتلك الإصدارات حوالي 100 مليون دولار [جبار ، 2000 ، ص 125] .

أما فيما يخص المتعاملين في هذه السوق فهم المؤسسات المالية المتخصصة ، البنوك وكذا الأفراد الراغبين في توظيف جزء من أموالهم بغرض تحقيق أرباح أكبر في الأمد القصير أو بقصد تنويع حافظاتهم المالية والتقليل من المخاطر في مدة أطول .

ومن هنا فإنه ينظر إلى سوق الأسهم الدولية على أساس أنها وسيلة أخرى من وسائل التمويل التي تستطيع بواسطتها الشركات ، خاصة ذات المركز المالي الجيد ، الحصول على الأموال الضرورية لإنشائها وتوسعها من بلدان أجنبية ، مع إتاحة فرصة التملك لتلك الأطراف الأجنبية التي وظفت أموالها في شراء أسهمها الدولية . وكنتيجة لذلك فإن هذه الإصدارات من شأنها أن تساعد على لقاء المحتاجين لرؤوس الأموال ، لا سيما الذين يريدون تدعيم عنصر الأموال الخاصة في الهيكل المالي للشركة ، مع أصحاب الفوائض المالية وبالتالي توزيعها على مستوى عالمي بصورة فعالة .

ج – السوق الدولية للقسيمات وسندات الخزينة

تعتبر القسيمات وسندات الخزينة أدوات مالية متشابهة إلى حد ما ، إذ تمثل دينا على المنشأة المصدرة لها ، وبذلك فهي تضمن وسيلة من وسائل التمويل قصير الأجل . هذا بالإضافة إلى أنه يمكن تداولها في السوق النقدية . فالقسيمات الدولية Euro-Notes هي عبارة عن أوراق مالية تقوم المنشآت بإصدارها بالاستعانة بمجموعة من البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة من أجل ضمان مصدر من مصادر التمويل قصير الأجل من خلال السوق النقدية .

أما سندات الخزينة Euro-Billets de Trésorerie فهي أيضا عبارة عن أوراق مالية قصيرة الأجل تستطيع من خلالها المنشآت المصدرة لها الدخول إلى السوق النقدية بغرض تأمين الحصول على تحتاجه من مصادر التمويل قصير الأجل على فترات شبه منتظمة خلال السنة وحسب الحاجة . أضف إلى ذلك أن سندات الخزينة هذه أصبحت تسمح بالتمويل قصير الأجل فيما بين المنشآت نفسها دون المرور بالنظام النقدي والمالي . بعبارة أخرى ، تسمح هذه السندات بقيام الشركات التي تتمتع بفائض في السيولة بإقراض تلك الشركات المحتاجة إلى تمويل قصير الأجل ، أو التي تسجل عجزا في الخزينة . ولقد تم استعمال هذه الأداة في فرنسا رسميا سنة 1985 [جبار ، 2000 ، ص 126] .

مـــلاحظــة

هناك تقسـيم آخـر للسوق المالـية الدولية ، مثلها مثل السوق المالـية الوطنية ، يرتكز على أجل العمليات المالية ؛ حيث يتم تقسيم السوق المالية الدولية إلى السوق الأولية العالمية والسوق الثانوية العالمية . تتولى السوق الأولية العالمية عملية تصريف الإصدارات الجديدة للأصول المالية قصيرة الأجل من خلال السوق النقدية الدولية ، والأصول المتوسطة وطويلة الأجل من خلال السوق المالية الدولية . وبذلك يمكن للمحتاجين لرؤوس الأموال إصدار الأدوات المالية المناسبة والحصول على الأموال المطلوبة

لتمويل مشاريعهم ، وذلك بمساعدة هيئات دولية مختصة تقوم بضمان وتسويق تلك الأدوات المالية في مختلف الدول .

أما السوق الثانوية العالمية فهي سوق غير رسمية يتم من خلالها تداول الأصول المالية الدولية المختلفة ، والتي ممكن أن تتمثل في صورة أسهم دولية ، سندات دولية ، أصول دولية أخرى قصيرة الأجل . وعلى الرغم من عدم وجود مكان محدد لهذه السوق ، إلا أنه تستخدم تقنيات الاتصال الحديثة مثل الفاكس ، أجهزة الإعلام الآلي ، الانترنيت ... وغيرها . وعليه فإن السوق الثانوية تساعد على توفير السيولة للأصول المالية المتداولة من جهة وعلى تنشيط السوق الأولية من جهة أخرى .

1-4-2- أســواق المــال الإقليميــة

يقصد بأســواق المال الإقليمــية تلك الأسواق التي يشترك في التعامل فيها عدة دول تربطها روابط جغرافية أو تاريخية أو مصيرية ، كما هو الحال بالنسبة للدول الأوروبية أو الدول العربية مجتمعة أو البعض منها ؛ كدول الخليج ، أو الدول المغاريبية ، أو غيرها من الاتحادات القائمة .

1-4-3- أســواق المــال المحليــة

هي الأسواق المالية والنقدية التي تقوم بتمويل منشآت الأعمال الوطنية والخاصة ، وكذا تغطية العجز الحكومي وذلك داخل الحدود الجغرافية للدولة الواحدة . وهي وسيلة تستطيع من خلالها المنشآت العمومية والخاصة وكذا الحكومة من إصدار وتداول الأوراق المالية المختلفة بحسب رغبتهم واحتياجاتهم للأموال ، أوراق ملكية أم أوراق دين ، أوراق قصيرة الأجل أم متوسطة وطويلة .

خلاصة القول أن هذه التقسيمات المختلفة والمتعددة لأسواق العمليات المالية من شأنها أن تساعد وتفيد الكثير من المتعاملين الاقتصاديين من عارضين وطالبين لرؤوس الأموال والسلع في التوجه إلى السوق المناسبة للتزود بما يحتاجونه من سلع وأدوات مالية أو من أجل عرضها . فمثلا إذا كانت هناك منشأة في حاجة إلى تمويل استثمارات جديدة أو تمويل متطلبات التوسع فإنها تعتمد على استخدام الأدوات المالية طويلة الأجل ، وبالتالي التوجه إلى سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل . بينما لو كانت هذه المنشأة ترغب في تمويل احتياجاتها الاستغلالية فإنها تتجه إلى السوق النقدية للحصول على أدوات مالية قصيرة الأجل ... وهكذا .

كمــا أن التقسيمات السابقــة من شأنها أن تفيد السلطات العمومية ، وخاصة السلطات النقدية والمالية ، التي تتولى تنظيم ومراقبة الأسواق بكل أجنحتها خوفا من حدوث اختلالا في التوازن . حيث تتدخل تلك السلطات ، إذا استلزم الأمر ذلك ، باستخدام الوسائل والأدوات المعروفة لإرجاع الجناح المختل إلى توازنه العادي ، وبالتالي توفير الظروف الحسنة للمتعاملين .

2- الـدور الاقتصادي للأسـواق الماليـة

يمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية كأداة لتحقيق الأهداف الاقتصادية العامة في النقاط التالية :

2-1- التوجيـه السليـم للمـوارد الاقتصاديـة بالبلـد

يتم تحديد سعر التوازن للأوراق المالية من خلال تفاعل البائعين والمشترين بالسوق ، وحسب آلية العمل بسوق المنافسة التامة ، فتتحرك الأموال السائلة بالاتجاه الذي يحقق العائد المرغوب فيه من قبل المدخرين . وتتخذ مؤسسات الأعمال قراراتها التمويلية لتغطية نفقاتها الاستثمارية بناءا على سعر التوازن بالسوق ، وبالتالي تبقى في الاقتصاد الاستثمارات التي تحقق رغبات المدخرين ، وتخرج منه الاستثمارات التي تقل عوائدها عن مستوى رغبات المدخرين من فوائد وأرباح .

ولا يمكن لمؤسسات الأعمال أن تحقق عوائد مرتفعة إلا إذا كانت سلعها وخدماتها وأهداف نشاطاتها تخدم حاجات ورغبات أفراد المجتمع (المستهلكين) ، لذلك فإن آلية عمل الأسواق المالية تساهم في توجيه الاقتصاد بما يحقق غاياته في إشباع رغبات المجتمع .

2-2- توفيـر السيولـة في الاقتصـاد

قد تمر الشركات بظروف تشجعها على اللجوء للأسواق المالية التي توفر الآلية المناسبة لبيع الأوراق المالية والحصول على السيولة . هذا بالإضافة إلى أنه ، وعن طريق السوق المالي ، يستطيع حملة الأسـهم والسندات تحويل ما يملكونه من أوراق مالية إلى سيولة إذا اضطرتهم أو شجعتهم الظروف إلى عمل ذلك . أما في الحالة العكسية وفي حالة غياب الأسواق المالية سيضطر حامل السند إلى انتظـار موعـد استحقاقه ، ويضطر حامـل السهم إلى الانتظار حتى تحل أو تصفى الشركة طوعا أو جبرا وتتحول إلى سيولـة .

2-3- تخفيـض تكاليـف انتقـال الأمـوال بين المتعامليـن في السـوق

ليس هناك حاجة لإضاعة وقت المتعاملين في البحث عن المشترين أو البائعين ، فالأسواق توفر الوقت على المتعاملين بالسوق ، فهي تعلن دائما عن الإكتتابات الجديدة وعن نتائج أعمال الشركات ونشاطاتها المستقبلية موفرة على المتعاملين عناء وتكلفة البحث لتقرير البيع أو الشراء .

إضافة إلى ذلك توفر الأسواق المالية الثقة والأمان للمتعاملين لأن أسعار التوازن تعكس المعلومة المتوفرة لدى جميع المتعاملين في أسهم الشركة ، مما يجعل المتعامل يثق بالأسعار دون الحاجة إلى جمع المعلومات عن التدفقات النقدية الداخلة المتوقعة واللازمة لتقييم وضع الشركة .

2-4 - تشجيـع قيـام الاستثمـارات الكبيـرة

يعتبر هذا الدور من أهم مقومات الاقتصاديات المتطورة ، لأن وجود الصناعات الإستخراجية والثقيلة التي تعتمد على أساليب تكنولوجية حديثة ومعقدة تتطلب أحجاما ضخمة من الأموال . هذه الأموال التي لا يمكن توفرها إلا من خلال تضامن أفراد المجتمع . فبالإضافة إلى كون الأسواق المالية توفر هذه الأموال بجمعها من المدخرين لصالح هذه الاستثمارات ، فإنها أيضا تقوم بتوزيع المخاطر ، والتي يتعذر تجنبها ، على أكبر عدد ممكن من المساهمين أو المقرضين .

2-5 - توفيـر أدوات ماليـة متعـددة

إن الأدوات المالية التي توفرها الأسواق المالية متعددة ومتباينة في مستوى مخاطرها بما يجعلها تتجاوب مع رغبات أفراد المجتمع غير المتجانسة في تحمل المخاطرة ؛ فهناك البعض من أفراد المجتمع والذين يتسمون بالمغامرة تجدهم يسعون لتحقيق عوائد مالية عالية حتى لو تطلب ذلك تحمل مخاطر كبيـرة ، ولهذا فهم يفضلون الأسهم على السندات والعكس بالنسبة للبعض الآخر (المحافظين) .

الفـصـل الخامـس

الســوق النقديـة والبورصـة

1- الســوق النقـديـة

لقد عرفت السوق النقدية Money Market على أنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال كل المتعاملين الاقتصاديين من سماسرة وبنوك تجارية ، وكذلك من خلال الجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة . كما عرفت بأنها

سوق القروض قصيرة الأجل فيما بين المؤسسات المالية ، أو كما تعرف بسوق السيولات أو سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل .

ومن هنا يمكن القول أن السوق النقدية بمعناها التقني الضيق هي تلك السوق التي يلتقي فيها العرض والطلب على القروض قصيرة الأجل . وهي غير محددة بمكان معين كما هو الشأن بالنسبة لكثير من البورصات ، بل تتم المعاملات فيها عن طريق استخدام وسائل الاتصال الحديثة والمتمثلة مثلا في الهاتف ، التليكس ، الفاكس وكذا نهايات أجهزة الإعلام الآلي وغيرها من وسائل الاتصال .

1-1- المتدخلون في السوق النقدية

المشاركون في السوق النقدية ، بالمعنى العام لسوق الأموال قصيرة الأجل ، هم أولئك الأشخاص الذين يعرضون أو يطلبون العملة سواء كانوا من الأفراد أم من المؤسسات ، وتشمل التسمية أيضا الجهاز المالي وخزينة الدولة ، والمتعاملين معها .

1-1-1- الأفراد والمؤسسات

يشـترك الأفـراد مع المؤسسات في خاصتـين أساسيتين ؛ فهم نظرا لعدم قدرتهم على خلق العملة ، لا يستطعون عـرض العملة إلا إذا كان لديهم موجودات صندوقـية فائضة مؤقتا . ومن جهة أخرى ، إذا اقترضوا نقودا فمن أجل الحصول على السلع والخدمات من السوق بصورة أساسية .

وكلمة فرد تدل بصورة أساسية على الشخص الطبيعي الذي يقوم بنشاط بشري . فمن جهة هناك استهلاك أو استعمال للسلع والخدمات لغايات شخصية ، وهناك أيضا التوفير الفردي . فنشاط الأفراد ، حتى ولو تناول العمليات الاقتصادية الأبسط في الحياة اليومية ، يشكل العنصر المحرك لدورات النقود .

أما المؤسسات فسواء ظهرت بشكل أشخاص معنوية أو بشكل مشاريع فردية ، تلعب دورا اقتصاديا أساسيا في دمج عوامل الإنتاج بقصد إنتاج السلع أو تقديم الخدمات .

2-1-1- الجهاز النقدي والمالي

في نطاق الأموال ذات الأجل القصير ، يضم الجهاز النقدي والمالي البنوك من جهة والوسطاء الماليين الغير مزودين بسلطة خلق العملة من جهة ثانية .

2-1-1- أ – البنوك التجارية

من أبرز التي جعلتها من أهم المتدخلين في السوق النقدية هي قبول الودائع وإدارتها ، تمويل التجارة الخارجية ، تعبئة الموارد المتاحة في المجتمع من خلال قبول الودائع ، منح القروض ، وشراء الأوراق المالية الحكومية . ونظرا للتطور الذي حدث على مستوى البنوك التجارية من جهة والأهمية البالغة للتجارة الخارجية ، ظهرت بنوك متخصصة في تمويل التجارة الخارجية وتسيير عمليات الإستراد

والتصدير ، وهي عمليات قصيرة الأجل بطبيعتها . ولقد نشأت هذه البنوك في الدول الصناعية الكبرى ، التي يحتل فيها قطاع التصدير مكانة كبيرة ، حيث عرفتها فرنسا أولا ثم انتقلت إلى أنجليترا ، أمريكا ، اليابان وباق الدول الصناعية الكبرى . أما في دول العالم الثالث فإن هذا النوع من البنوك لم يظهر بعد وإنما تمارس البنوك التجارية نفس نشاط بنوك التجارة الخارجية .

2-1-1- ب – البنك المركزي

إن مهمـة البنك المركـزي هي وضـع الأوراق المصرفية تحت تصـرف الأفراد والمؤسسات أو الإدارة . وعلى إثر تطور تاريخي وجهت البنوك المركزية نشاطها الأساسي نحو علاقاتها بغيرها من البنوك ، وبالأجهزة المالية المختلفة ، ثم نحو الخزينة العامة . وهذا يعني أن البنك المركزي يضع تحت تصرف هذه المؤسسات المختلفة تنظيما يمكنها من إقامة علاقات مالية فيما بينها ، وذلك عن طريق خلق سيولة من شأنها أن تؤمن التوازن العام في الموجودات الصندوقية . هذا الدور المزدوج والمتمثل في إصدار الأوراق النقدية ووضعها في التداول ، إدارة وخلق السيولة من شأنه أن يؤمن للبنك المركزي سيطرة على تسيير السوق النقدية ذات الأجل القصير .

ومن هنا يمكن القول أن البنك المركزي هو تلك المؤسسة التي تقف على قمة النظام المصرفي لأي بلد ، سواء من ناحية الإصدار النقدي أو من ناحية العمليات المصرفية وتحقيق الرقابة عليها ، فهو سلطة الرقابة على باقي البنوك الأخرى ، كما أنه يعتبر الأداة الرئيسية التي تتدخل بها الدولة لتنفيذ سياساتها الاقتصادية .

2-1-1- ج – الوسطاء غير المزودين بسلطة إصدار النقود

إتماما لوصـف النظام النقـدي والمالي ، تجب الإشارة إلى المؤسسات التي ليست لها صلاحية خلق العملـة ؛ كصناديق التوفـير والادخـار ، والمؤسسات المالية التي يمتد دورها فيشمل أسـواق الأمـوال ذات الأجـل القصـير ، وكالوسطاء وبيوت الحسم الذين يتدخلون في السـوق النقديـة تدخـلا ضيـقا ومحصـورا [بيار برجه ، 1989 ، ص 28-29] .

فبالنسبة لصناديـق التوفـير والادخار فإنها تتولى تقليديا مهمـة إدارة التوظيفات ذات المبالغ البسيطة . وفي مجال الاستخدام تعتبر صلاحياتها محدودة ، حيث يعود إلى صندوق الودائع والتأمينات أمر إدارة الأموال التي تتجمع على يد هذه الصناديق .

أما فيما يخص المؤسسات المالية فإن مواردها تتكون أساسا من رؤوس الأموال الخاصة بها ، بعض من القروض المستندية ، أو من المساعدات المتأتية عن البنوك بواسطة الحسم ، أو بعد الالتجاء إلى السـوق المالـية . وبالمقابل تستطيع هذه المؤسسات المالية استعمال مواردها في عمليات الإقراض والتسليف . وهي تلعـب دورا مهما في تمويـل المبيعات التقسيطية . هـذا بالإضافة إلى أنها تقوم

بوظائف أخـرى خارج نطاق الأجل القصـير ، كالقيام بعمليات تتعلق بالقـيم المنقولة ، أو كالقروض لقاء رهن عقاري .

أما الفئة الثانية من المتدخلين في السوق النقدية ، والمتمثلة في الوسطاء وبيوت الحسم وإعادة الحسم ، فهي تعتبر من العناصر المهمة في السوق النقدية ، وذلك راجع لكون أن هذه الأخيرة – السوق المالية – تعمل بواسطة شبكة من الوسطاء [بيار برجه ، 1989 ، ص 28-30] .

1-1-3- الخزينة العامة والمتعاملون معها

تعتبر الخزينة العامة ذلك المرفق الذي يؤمن إدارة أموال الدولة ، وهي تلعب دورا مهما ومتشعبا في مسار أسواق الأموال القصيرة الأجل . حيث تمارس هذه الخزينة العامة تأثيرا ذا وزن بسبب أهمية العمليات وكذا بسبب الشروط الإمتيازية التي تعمل من خلالها .

1-1-3- أ – أهمية العمليات : تمثل النفقات السنوية للدولـة ما يقارب ثلث الدخـل الوطني . أما فيما يخـص الديون القصيرة الأجـل ، وبأرقام النظام المصرفي ، نلاحظ أن الديون على الخزينة تساوي حوالي 14 % من مجموع مكونات الكتلة النقدية .

ويستـدل من هذه الأرقام أن إدارة الخزينة العامـة تمارس تأثـيرا كبـيرا على سلـوك أسواق رأس المال . حيث أن إصدار قرض حكومي ، دفع استحقاق ضريبي ، سياسة أسعار الفائدة المطبقة من قبل المصالح المسؤولة عن أموال الدولة ، والتطور في الميزانية العامة بالذات ، كل هذا من شأنه أن يتسبب في انعكاسات إيجابية أو سلبية في سلوكية السوق ، لا تتناسب مع الانعكاسات الناتجة عن عمليات العوامل الاقتصادية التي يحد من آثارها تشتت القرارات الفردية .

1-1-3- ب – الوضع المميز للخزينة : ليس الامتياز هنا امتياز الضرائب على مملوكات المكلفين ، أي امتياز الدائن على المدين . بل هو وضع امتيازي تستفيد منه الخزينة كمقترض بالنسبة إلى وضع المدينين الخواص سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات ، لأن الدولة لا تخضع لنظام الإفلاس وذلك لسببين ؛ أولهما حقوقي يتمثل في كون ممتلكات الدولة لا تحجز ولا تباع . ومن هنا فهي لا تخضع لإجراءات التصفية كما هو الحال بالنسبة لثروة المنشأة الخاصة أو الفردية .

أما السبب الثاني فيخص الوضعية التي تكون عليها الدولة ، والتي بحكم تسلطها وقدرتها ، فإنها لن تكون أبدا في وضع المتوقف عن الدفع ، لأن الحكام يلجئون إلى سلطة خلق العملة عندما تعوزهم وسائل الدفع في الاستحقاقات .

وبتحرر الدولة من الحلول الإفلاسية ، فإنها تقف في موقف مختلف جدا عن موقف المؤسسات ، في السوق النقدية ذات الأجل القصير . إذ لو وجدت مؤسسة في حالة توقف عن دفع ديونها في تاريخ

الاستحقاق ، فإنها تلزم بتصفية عناصر أصولها ، أو أن تقدم طلب لدائنيها من أجل منحها عددا من التدابير منها ؛ تأخير تواريخ الاستحقاق ، تخفيض مقدار الدين ، أو إسقاطه ... إلخ .

فإذا لم تكف الموجودات التي يمكن مصادرتها ، يؤدي التوقف عن الدفع إلى خسارة نصيب الدائنين ، وتحصر هذه الخسائر الناتجة عن ذلك بحيث لا تؤثر على وضع العملة . وعلى هذا يكلف الإفلاس ، فيما يخص مسار النظام النقدي ، قيام إجراءات تصحيحية واحترازية وذلك بإيجاد التناسق بين حلقات الدفع والوقائع الاقتصادية .

أما إذا كان المدين أو المعسر هو الخزينة العامة فإن الوضع سوف يختلف . لأن أسلوب الدولة فيما يخص مواجهة الإفلاس لا يتمثل في تخفيض القيمة الاسمية للدين وإنما في دفعها بعملة تصدرها دون تعهد أكيد بالسداد . ومن هنا فهي تعرضها لتدني قيمتها بمقدار ما تزيد الإصدارات عن الاحتياجات الصندوقية للعوامل الاقتصادية .

وكنتيجـة لذلك ، فإن هذا الوضـع من شأنه أن يحدث تأثيرات حاسمة على فيما يخـص إدارة البنوك . فعندما تقـوم هذه البنوك بإقـراض المؤسسات أو الأفـراد فإنها عادة ما تأخذ بعين الاعتبار ، وفي آن واحد ، اعتبارات الإنتاجية ، والمخاطر ، بقصد التحكم في سيولة ديونها لدى الغير وبملاءة مدينيها . وبالعكس من ذلك ، وفي حالة قيام البنوك بتقديم قروض إلى الخزينة العامة ، فإن الاعتبارات التي تلعب دورها بصورة أساسية ، تتعلق بالإنتاجية أو بسهولة العمليات ويسرها . حيث أن عنصر المخاطرة يزول .

1-2- منتجات السوق النقدية

تتعامل السوق النقدية للأوراق المالية في تلك الإصدارات قصيرة الأجل ، والتي تمثل صكوك مديونية مدون عليها ما يفيد بأن لحاملها الحق في استرداد مبلغ معين سبق وأن أقرضه لطرف آخر . وعادة ما تكون هذه الأوراق المالية قابلة للتداول ، ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن تسعة شهور أو سنة على الأكثر . هذا وتتسم الأوراق المالية قصيرة الأجل بإمكانية التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائـر . ونظرا لانخفاض مخاطر التوقف عن السـداد ، فإنه يتوقع أن يكون العائـد المتولد عنها منخفض ، وقد لا يتجاوز معدل التضخم .

و في بعض هذه الأوراق قد يحصل مشتري الورقة على الفوائد مقدما ، و ذلك بشراء الورقة بقيمة تقل عن القيمة الاسمية التي سيحصل عليها في تاريخ الاستحقاق . ويمثل الفرق مقدار الفوائد . وبالطبع يمكن لحامل الورقة التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق ، وذلك بعرضها للبيع في سوق النقد Money Market . وهنا يتوقع أن تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الاسمية ، كما يتوقع أن تزداد تلك القيمة السوقية كلما اقترب تاريخ الاستحقاق ، الذي عنده يحصل حاملها على مبلغ يتمثل في القيمة الاسمية المدونة عليها .

ومن أبرز هذه الأوراق نجد شهادات الإيداع ، الكمبيالات المصرفية ، الأوراق التجارية ، اتفاقيات شراء فائض الاحتياطي الإلزامي ، قرض الدولار الأوربي ، واتفاقيات إعادة الشراء . يضاف إلى ذلك أذونات الخزانة وشهادات المديونية التي تصدرها الحكومة [هندي ، 1999 ، ص 52-54] :

- **شهادات الإيداع القابلة للتداول**

يقصد بشهادات الإيداع القابلة للتداول Negotiable Certificates of Deposit تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها البنوك التجارية ، والتي يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل ، كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون على الشهادة . وعادة ما تكون القيمة الاسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات أكبر من مثيليهما للشهادات الشخصية الغير قابلة للتداول في السوق . مع الأخذ بعين الاعتبار أن معدل الفائدة لكلا النوعين يتناسب طردا مع تاريخ الاستحقاق .

ونظرا لأن هذه الشهادات تعد بمثابة ودائع لأجل ، فإنه لا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق ، ويبقى السبيل الوحيد للتصرف فيها قبل ذلك التاريخ هو عرضها للبيع في السوق الثانوية Secondary Market ، الذي يتضمن بيوت السمسرة ، البنوك التجارية ، وما شابهها من المؤسسات المالية التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل .

- **الكمبيالات المصرفية**

تمثل الكمبيالات المصرفية Banker's Acceptances تعهد كتابي بإعادة مبلغ اقترضه شخص ما من أحد البنوك . ويمكن للبنك الاحتفاظ بالتعهد ، الذي في الواقع يمثل عقد إقراض يتولد عنه فوائد ، حتى تاريخ الاستحقاق ، كما يمكنه بيعه لشخص آخر ، والذي هو بدوره يمكنه بيعه لطرف ثالث ، ورابع وهكذا . أما في تاريخ الاستحقاق فيحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محرره ، وفي حالة فشله في استرداد قيمة التعهد فحينئذ يمكنه الرجوع على البنك الذي وافق على التعهد من البداية .

- **الأوراق التجارية**

تتمثل الأوراق التجارية Commercial Papers في كمبيالات يتراوح تاريخ استحقاقها من خمسة أيام إلى تسعة شهـور . وتقتصر مـيزة التداول على الكمبيالات التي تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم ، ذات المكانة الراسخة والمعروفة في المجتمع . وعادة ما تحصل تلك المنشآت على ائتمان مفتوح لدى بعـض البنوك التجارية ، تقوم بمقتضاه تلك البنـوك بدفع قيمة تلك الأوراق لحاملها في تاريخ الاستحقاق ، وهو ما يعد تقوية لمركز تلك الأوراق التجارية .

وفي ظل الطبيعة المتميزة لتلك الأوراق يمكن استخلاص أربع سمات أساسية لها ؛ أولها أنها لا تكون مضمونـة بأي أصـل من أصول المنشأة ، فالضامن الأساسي للمتعاملين فيها هو سمعة المنشأة

ومكانتها ، والتي على أساسها قبلت البنوك التجارية الالتزام بسداد قيمة تلك الأوراق في تاريخ الاستحقاق . ثانيها ، أن التزام البنوك بسداد قيمتها يجعل مخاطر الاستثمار في تلك الأوراق محدود ، ومن ثم يصبح من المتوقع أن يكون معدل الفائدة الذي تحمله منخفضا ويعادل تقريبا معدل الفائدة على الكمبيالات المصرفية . ثالثها ، تساهم الطبيعة المتميزة لتلك الأوراق في خلق سوق ثان نشط لها يتمثل في بعض بيوت السمسرة والبنوك التجارية . وأخيرا ، ونظرا لأن مركز تلك الأوراق مستمد من مركز المنشأة المصدرة لها ، فإنه ورغبة في حماية المستثمرين تنشر بعض المؤسسات المتخصصة مثل مؤسسة ستاندار آند بور Standard and Poor S&P في الولايات المتحدة دليلا خاصا بأسماء تلك المنشآت التي تصدر مثل هذه الأوراق .

- **قرض فائض الاحتياطي الإلزامي**

يمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي Surplus Reserve Requirement أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه . ولا تعتبر تلك القروض أوراقا مالية بالمعنى الواسع ، ذلك لأنها تتمثل في تعهد غير مكتوب يلتزم بموجبه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوبا بفائدة تتحدد وفقا لقانون العرض والطلب . هذا بالرغم من أن هذا التعهد يجب أن يكون مضمون من قبل البنك المركزي أو مؤسسة النقد التي تدير ذلك الاحتياطي .

وعلى الرغـم كذلك من أن اقـتراض تلك الأموال عـادة ما يكون في حدود ليلة واحـدة بهدف سـد العجز في الاحتياطي الإلزامي ، إلا أن الواقـع قد أثبت إمكانـية تمديـد هذه الفترة ، وذلك عندما يضطر البنك لاقتراض هذه الأموال واستخدامها في الاستثمار ، وحينئذ يصبح لزاما عليه أن يطلب مد فترة القرض يوما بيوم . هذا ويلعب البنك المركزي دور الوسيط بين البنوك المقترضة والبنوك المقرضة ، كما يمكن أن يكون الاتصال مباشرا بينها أو بواسطة سمسار متخصص في هذا النوع من القروض .

- **قروض الدولار الأوربي**

يستخدم اصطلاح الدولار الأوربي للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها بنوك خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص البنوك الأوربية . ويتكون سوق الدولار الأوربي من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوربية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار ، بمعنى أنه تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار فقط .

وتتسم القروض التي تقدمها تلك البنوك بضخامة القيمة وقصر مدة الاستحقاق . وتتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك البنوك نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية بسحب

جـزء من تلك الودائع لإعـادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوربية التي تتعامل بالدولار ، وذلك للاستفادة من ارتفاع معدلات الفائدة مثلا .

هذا ولم يعد الأمر مقتصرا اليوم على الدولار فقط ، بل أصبح هنا سوق للعملة الأوربية الموحدة موازيا لسوق الدولار الأوربي يمكن أن تلجأ إليه البنوك وغيرها من المؤسسات المالية بهدف الاقتراض .

- **اتفاقيات إعادة الشراء**

تمثل اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شـراء وبـيع الأوراق المالية لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق ، وذلك لليلة واحدة أو لبضعة أيام قليلة .

وبمقتضى هذا الأسلوب يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات ليبرم له اتفاقا مع أحد المستثمرين الذين يبحثون عن فرصة لإقراض أموالا فائضة لديهم . ووفقا للاتفاق يبيع التاجر للمستثمر – بصفة مؤقتة – أوراقا مالية بما يعادل المبلغ الذي يحتاجه . كما يقوم في نفس الوقت بإبرام صفقة إعادة شراء تلك الأوراق من ذات المستثمر بسعر أعلى قليلا من السعر الذي باع له به هذه الأوراق . على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ الذي سبق وأن حصل عليه من المستثمر . وهكذا تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر ، وعودة الأموال إلى المستثمر . ويعتبر فرق القيمة بين عقد البيع وعقد الشراء بمثابة فائدة على الأموال المقترضة .

وهذا لا يخرج اتفاق إعادة الشراء عن كونه قرض قصير الأجل بضمانة الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق . مع ملاحظة أن عقد البيع لا يترتب عليه انتقال حيازة الأوراق المعنية إلى المستثمر بل تظل في حوزة التاجر ، على أن تعتبر مرهونة لصالح المستثمر .

- **أذونات الخزينة**

تمثل أذونات الخزينة أوراقا مالية حكومية قصيرة الأجل لا يزيد تاريخ استحقاقها عن السنة . ولضمان استمرارية وجود تلك الأذونات تحرص الحكومات على إصدارها دوريا . وتتميز أذونات الخزينة بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية . فهي عادة ما تباع بسعر أقل من قيمتها الاسمية . وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على المستند ، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يتحصل عليه المستثمر .

- **شهادات المديونية وكمبيالات الخزانة**

حتى تتمكن وزارة الخزانـة من جذب أكـبر عدد ممكن مـن الراغبـين في الاستثمار في الأوراق المالـية الحكومية ، فإنها عـادة ما تصـدر أوراقـا مالـية يطلق عليها كمبـيالات الخزانـة تحمـل تواريـخ استحقاق متباينة تتراوح بين سنـة وسبع سنوات ، وذلك حتى يجـد كل راغـب في الاستثمار بغيته . وتظهر تلك الكمبيالات في الصحف الأمريكية ويحصل حاملها على فوائد نصف سنوية . وكأي إصدار حكومي آخـر ، عدا سندات الادخار ، يتوافـر لتلك السندات سوق ثاني نشط من خلال بيوت سمسرة متخصصة ، يسهل فيه تحويلها إلى نقدية في أي وقت .

1-3- سير العمل في السوق النقدية

تتحكم الأوضاع السائدة في سوق الأموال قصيرة الأجل ، عندما تقدم هذه السوق للاقتصاد ، وسائل التمويل اللازمة ، وإلى حد كبير ، بالإمكانات التي من شأنها إيجاد التوازن النقدي ، وبصورة أدق التي من شأنها تحقـيق الهـدف المزدوج للسلطات العامة وهو الازدهار الاقتصادي والاستقرار النسبي للعملـة . ولهذا تخضع أشكال التقاء العرض والطلب على العملة ، وقواعده ، لمراقبة شديدة من قبل السلطات النقدية . وبحسب الخط الموجه الذي تعتمده السلطات العامة ، أو بحسب الظروف الاقتصادية والمالية ، ترتكز السياسة المعتمدة في هذا المجال على الاحتياجات وعلى أسعار الفائدة .

2- البـورصـة

تعتـبر البورصة نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعـين والمشترين لنـوع معـين من الأوراق أو لأصل مالي معين ، فهي تمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل البورصة عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال . كما أنه قد يتم تداول الأسهم والسندات بيعا وشراء خارج إطار البورصة . هذا وقد ساد لمدة زمنية أن يتم التعامل في مكان واحد مركزي ، ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال أدى إلى التقليل من أهمية السوق المركزي ، حيث يمكن أن يتم التعامل خارج البورصة من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف أنحاء البلاد .

2-1- الأطراف المتدخلة في البورصة

أما بالنسبة للمتدخلين في عمليات البورصة فهناك من ينظر إليهم على أنهم يمثلون ثلاثة أطراف رئيسية هي ؛ المصدرين ، المستثمرين والوسطاء أو السماسرة . وفي المقابل هناك من يعتبر الوسطاء من بين الأطراف المسهلة والمساعدة على حسن سير البورصة أكثر مما هم من المتدخلين الحقيقيين ، وذلك على اعتبار أن دورهم الاستثماري قليل الأهمية نسبيا . وبصورة عامة يمكن تجميع الأطراف المتدخلة في البورصة في الأطراف التالية :

2-1-1- الوسطـاء

يعتبر الوسطاء من بين المتدخلين في البورصة ، فهم يكونون عمودها الفقري ، إذ يقومون بتنشيطها بملاقاة البائعين والمشترين للأوراق المالية وتنفيذ أوامرهم . وينقسم الوسطاء في البورصات الأمريكية والبريطانية إلى نوعين أساسيين ؛ الأول يتكون من الوسطاء الذين يحملون أوامر المتعاملين وينفذونها لصالـح هؤلاء المتعاملين مقابل عمولة محـددة من قبل سلطات البورصة ، ويعرف هذا النوع باسم Brokers . أما النـوع الثاني فيتكون من الذين يقومون بالاتجار في الأوراق المالـية لحسابهم الخاص ، ويعرف هذا النوع باسم Dealers .

أما في البورصـة الفرنسية فقـد كان يقـوم بهـذا الـدور وكـلاء الصـرف المعـروفـون باسـم Agent de Change ، الذيـن انظموا بعـد سنـة 1988 إلى شركات عرفت بشركات البورصـة Société de Bourse ، والتي احتفظـت بمهمة احتكـار تداول الأوراق المالية حتى جانفي 1992 . ولكن منذ ذلك التاريخ أصبحت مؤسسات أخرى تشاركها تلك المهمة . وتتولى شركـات البورصة هذه عملية إتمام الصفقات حتى نهايتها ، أي حتى تسليـم الأوراق للمستثمرين وتسليم المبالغ للبائعين ، ولا تضمن نتيجة تلك الصفقات لأي طرف [جبار ، 2002 ، ص ، 5] .

أما من حيث المهام التي يقوم بها الوسطاء في البورصة ، فبالإضافة إلى التعامل في الأوراق المالية ، فقد توسع نشاط هذه الفئة ليشمل مجالات البحوث والتحليل وتقديم النصائح لمختلف المتعاملين في البورصات سواء كانوا مستثمرين ، أو جمهور ، أو مؤسسات استثمارية أو مؤسسات تبحث عن التمويل . وعليه فقد قاموا بإنشاء مراكز البحوث لاتباع النتائج المسجلة من قبل الشركات المتواجدة في كافة أنحاء العالم وجمع المعلومات عنها ، وخاصة تلك الشركات المكتتبة لديهم . كما يتبعون باهتمام كافة التطورات التي قد تمس قطاع معين أو صناعة ما ، مما قد يؤثر على قرارات الاستثمار .

ومن هنا فإن وجود الوسطاء يساعد على تنشيط السوق من جهة ، وإفادة المستثمرين بالمعلومات والإرشادات من جهة ثانية . فهناك المئات وربما الآلاف من البدائل الاستثمارية بخصائص متنوعة ومخاطر وعوائد مختلفة ، وأنه من مهام الوسطاء مساعدة المستثمرين على تكوين حوافظهم المالية التي تحقق لهم أكبر عدد ممكن من الأهداف المسطرة .

2-1-2- الجمهـور

يتمل في الأفراد الطبيعيين الذين يستثمرون في البورصة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة ، أي باستعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار . ولقد عرف عدد الأفراد المستثمرين في البورصة تطور هائل منذ نهاية السبعينيات وخاصة خلال عشرية الثمانينيات ، ويرجع هذا التطور الكبير إلى موجة الخوصصة وبرامج انتقال ملكية الاستثمارات من القطاع العام إلى القطاع الخاص التي اعتمدتها أوروبـا آنذاك . كما كان للإعفاءات الضريبية الأثر الحسن في زيادة الادخار المالي وزيادة

عدد المدخريـن . ومن أمثلـة ذلك التشريـع الخاص بحساب الادخار في الأسهم (CEA) ، الإعفـاءات الضريبية للقـيم المضافـة للثـروات المتنازل عليها ، بشرط أن لا تفـوق حد معـين ، وغيرهـا من الإعفـاءات والتشجيعات الضريبـية . أضف إلى ذلك تشجيـع خطة شـراء العمال لأسهـم الشركات التي يعملـون بها . حيث عرفـت فرنسـا مثلا تطـور معتبر في مستـوى الادخـار المالـي ، حتى بلـغ عدد المدخريـن من القطاع العائلي الفرنسي حوالي 9.5 مليون مساهم ، في حين أنه كان لا يتجاوز 2.3 مليون سنة 1980 [جبار ، 2002 ، ص 13-14] .

2-1-3- المستثمرون التأسيسيون

تتكون هذه الفئة من البنوك وفروعها ، شركات التأمين ، صناديق التقاعد ، صناديق الإيداع ، وشركات الاستثمار . ويعتبر هؤلاء من المتدخلين المهمين والرئيسيين في البورصة في معظم الدول المتقدمة ، وذلك لما تجلبه هذه المؤسسات من ادخار نحو البورصة . حيث تعتبر هذه المجموعة من أهم مزودي البورصة برؤوس الأموال على المدى الطويل لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدرتها الادخارية والاستثمارية .

يلعب المستثمرون التأسيسيون دورا فعالا في تنشيط البورصة وفي تمويل الاقتصاد وتقديم أرباح معتبرة للمدخرين الأفراد ، مما جعلهم يمتصون مدخرات ضخمة يقومون بضخها في الدورات الاقتصادية مرة أخرى . ومن هنا فإنه يمكن القول أن للمستثمرين التأسيسيين ثقل مالي كبير في كافة الاقتصاديات الحديثة التي تتجه من وضعية اقتصاد السوق إلى وضعية اقتصاد السوق المالي .

2-1-4- المؤسسات الصناعية والتجارية

تعتبر المؤسسات الصناعية والتجارية من بين المتدخلين الرئيسيين في البورصة ، والأسواق المالية بصورة عامة . فهي تلجأ لتلك الأسواق من أجل الحصول على رؤوس الأموال الضرورية بغرض تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة المتاحة لها أو بغرض التوسع . ويتم ذلك إما عن طريق إصدار الأسهم أو إصدار السندات من أجل الحصول على ديون متوسطة أو طويلة الأجل ، هذه الأوراق المالية التي يصبح بالإمكان تداولها بعد إصدارها . وحتى يتسنى لهذه المؤسسات الحصول على التمويل اللازم من البورصة يجب أن تكون مدرجة أو مسجلة في البورصة ، وإذا لم تكن كذلك فيجب أن تدخل للبورصة . وهناك شـروط يجب أن تتوفـر في المؤسسة المرشحة للتسجيل في البورصـة ، خاصة فيما يتعلق بالقيمة السوقية لها ، نسبة رأس المال المتخلى عنه للجمهور ، والنتائج المسجلة في السنوات الأخيرة وغيرها من الشروط . طبعا هذه الشروط تختلف من بلد إلى آخر .

هذا بالإضافة إلى أن المؤسسات الصناعية والتجارية الحديثة لم يبق لجوئها إلى البورصة مقتصرا فقط على إمكانية الحصول على التمويلات اللازمة لسيرها وتوسعها عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة . بل أصبحت تتدخل في البورصة عن طريق توظيف إمكانياتها المالية في أي مجال يمكن أن

يجاب لها عوائد معتبرة . ولعل الشركات اليابانية أحسن مثال على ذلك ، حيث عمدت هذه الشركات على توظيف فوائضها المالية في الأسواق المالية عن طريق شراء الأدوات المالية المختلفة بمبالغ ضخمة إلى درجة أنها أصبحت من حملة الأوراق المالية المهمين جدا في البورصات اليابانية .

لقد أدى التوجه الكثيف للشركات الصناعية والتجارية اليابانية نحو البورصة والأسواق المالية بصفة عامة والاستثمار في الحوافظ المالية إلى ظهور ما يعرف في اليابان بـ Zaitek ، تعبر هذه الكلمة عن النشاطات المالية التي تقوم بها تلك الشركات . حيث أصبحت هذه الشركات تستثمر بكثرة في البورصات والأسواق المالية إلى درجة أن طغت هذه العمليات التي تقوم بها على نشاطها الرئيسي .

2-1-5- الدولـــة

تعتبر الحكومات أيضا من بين المتدخلين في البورصة وخاصة في أسواق السندات . وكما سبق شرحه من خلال تناول السندات الحكومية ، فإن هذه الإصدارات تعتبر من أفضل الإصدارات من حيث المخاطر . إذ عادة ما تلجأ الحكومات إلى مثل هذه الإصدارات من أجل تغطية العجز في الميزانية العمومية ، أو من أجل تمويل المشاريع التنموية الضخمة وخاصة منها ذات الطابع الاجتماعي ، أو من أجل التحكم في معدلات التضخم .

نخلص من كل هذا إلى أن الأطراف المتدخلة في البورصة متعددة ومتفاوتة ، سواء من حيث الطبيعة أو الإمكانيات . إذ تتراوح من الفرد المدخر لجزء بسيط من دخله إلى بيوت السمسرة الضخمة والمستثمرين التأسيسيين بما في ذلك البنوك والشركات العملاقة وتنتهي بالحكومات المتدخلة في بورصاتها الخاصة أو في بورصات أجنبية . تتنافس هذه الأطراف كلها في البورصة ؛ فمنها من يطلب مصادر التمويل ومنها من يوفرها .

2-2- تنظـيم البـورصـة

يختلف تنظيم البورصة ، فيما يخص السلطات والهيئات المكونة لها ، من بلد إلى آخر . كما تتغير هذه الهيئات بتغير قوانين البلد ، حيث يمكن إضافة هيئات جديدة للهيئات القائمة لم تكن موجودة من قبل بمجرد إنشاء سوق معينة لتتداول فيها أدوات مالية حديثة ، أو كأن تضاف أو تحذف بعض الصلاحيات لبعض الهيئات القائمة . وتهدف عملية إنشاء الهيئات وتحديد الصلاحيات المخولة لها ، في مجملها ، إلى محاولة تحسين تسيير البورصات ومحاربة الغش في التعامل والحفاظ على الادخار وتوجيهه بما يخدم الاقتصاد الوطني ويزيد في ثروة المدخرين .

بهدف أخذ صورة عامة حول تنظيم البورصات عبر مختلف أنحاء العالم ، سوف نتطرق إلى نموذجين أساسيين يتمثلان في بورصة لندن (كمثال عن الأسواق البريطانية) من جهة ، وبورصة باريس

(كمثال عن الأسواق الفرنسية) ، على أن يتم التطرق بالتفصيل إلى تنظيم بورصة الجزائر عند تناولنا لدراسة التغيرات الراهنة للنظام المالي والمصرفي الجزائري .

2-2-1- الهيئات المنظمة لبورصة لندن

لقد تم تنظيم بورصة لندن بشكل يخدم الهدف الذي أنشأت من أجله والمتمثل في حماية المستثمرين وإنصاف المتدخلين [جبار ، 2002 ، ص ، 34] . وعليه تحاول تلك الهيئات والسلطات المكونة لبورصة لندن المحافظة قدر الإمكان على شهرة البورصة بتطبيق قوانين صارمة ، والسهر على أن تتم العمليات فيما بين المتعاملين بصورة عادية وبكل شفافية ، حتى يتساوى كافة المستثمرين في فرص تحقيق الأرباح وتحمل الخسائر . أما فيما يخص مدى تبعية هذه الهيئات إلى السلطات العمومية فإنها تكون تابعة مباشرة إلى وزارة المالية ، وتتكون هذه الهيئات والسلطات من هيئتين أساسيتين نتعرض إليهما في الآتي :

2-2-1-1- لجنة الأوراق المالية والاستثمارات

تعتبر هذه الهيئة من أعلى وأهم الهيئات المكونة لبورصة لندن وذلك بحسب الصلاحيات الموكلة لها . فوفقا لقانون صدر سنة 1986 The Financial Service Act أوكلت الحكومة البريطانية لهذه اللجنة التي تسمى بـ "Securities and Investment Board "SIB مهمة مراقبة وتنظيم كافة الاستثمارات في البورصات البريطانية . وبمقتضى نفس القانون نقلت بعض صلاحيات وزير المالية فيما يخص هذا الموضوع إلى هذه اللجنة . ومن هنا فإن أية عملية استثمارية في الأصول المالية يجب أن تمر وترخص من قبل هذه اللجنة ، وإذا ما حدث وأن قام أي مستثمر بمخالفة هذه القاعدة فإنه يمنع من الاستثمار في البورصات البريطانية ، وتعتبر العملية جريمة يعاقب عليها القانون .

وبالرغم من أن هذه اللجنة تابعة لوزارة المالية إلا أنها مسؤولة مباشرة أمام البرلمان . ومن الناحـية العملية نجـد أن هذه اللجـنة تتفـرع إلى مجموعـة من الهيئات والتنظيمات التي تساعدهـا بصـورة مباشـرة أو غير مباشـرة على تنظيم ومراقـبة البورصـات والأسواق المالية البريطانية ، نذكر منها مايلي [جبار ، 2002 ، ص ، 35-36] :

1- **مؤسسات التنظيم الذاتي SRO**

تعتبر مؤسسات التنظيم الذاتي Self Regulation Organisations عبارة عن هيئات تنظم وتراقب كافة الاستثمارات التي يقوم بها أعضاؤها . بعبارة أخرى ، تعتبر مؤسسات التنظيم الذاتي مؤسسات مالية واستثمارية ، مرخصة للقيم بالصفقات المختلفة في البورصات والأسواق المالية . فهي تتكون على العموم من مؤسسات مالية وجمعيات تهتم بتنظيم وتحسين تسيير البورصات والأسواق المالية البريطانية في إطار قانون 1986 . وتضم مؤسسات التنظيم الذاتي المؤسسات والهيئات التالية :

- مفوضية الأوراق المالية والمستقبليات SFA والتي كانت تعرف باسم جمعية الأوراق المالية ، والتي من مهامها الرئيسية تنظيم سلوك الوسطاء الماليين والمتعاملين ، بما في ذلك معظم المؤسسات المالية العضو في بورصة لندن ، وهذا فيما يتعلق بالصفقات الخاصة بالأوراق المالية والاختيارات والمستقبليات .
- جمعية التنظيم للوسطاء الماليين ، المدراء والوكلاء FIMBRA
- هيئة تنظيم وتسيير الاستثمارات IMRO
- هيئة تنظيم التأمينات على الحياة وصناديق الاستثمار LAUTRO .

2- بورصات استثمارية معتمدة

تعمل هذه البورصات هي الأخرى تحت إشراف لجنة الأوراق المالية والاستثمارات SIB ، وهي تشمل كافـة البورصات البريطانية سـواء منها تلك الخاصة بالأوراق المالية ، الاختيارات ، المستقبليات ، أو تلك الخاصة بالسلـع وخاصة المعادن والبـترول . حيث تضم هذه البورصات بورصـة لنـدن الرئيسـية LSE ، وكذا بورصـة لنـدن العالمـية للمستقبليات والاختيارات ، لندن فوكس London Fox ، البورصة العالمية للبترول ، وبورصة لندن للمعادن .

ولكي تحصل هذه المؤسسات على الاعتماد من لجنة الأوراق المالية والاستثمارات يجب أن تحقق الشروط المنصوص عليها في قانون 1986 ، كالقدرة على توفير استقرار الأسواق وإجراءات المراقبة الفعالة .

3- هيئات مهنية معتمدة

تعتبر الهيئات المهنية المعتمدة Recognised Professional Bodies RPBs مؤسسات مهنية مختصة تلجأ إليها السلطات المالية لحل بعض المشاكل المتعلقة بالأمور التقنية التي تتطلب تخصصا دقيقا في الموضوع . ومن أمثلة ذلك ، كأن يتم اللجوء مثلا إلى شركة من شركات المحاسبة المعتمدة لمعرفة القضايا المتعلقة بتقنيات المحاسبة والمعلومات المحاسبية وتحليلاتها . أو كأن يتم اللجوء أيضا إلى بعض الهيئات القانونية من أجل الاستشارة أو حل بعض القضايا ذات الطابع القانوني ، أو اللجوء إلى بعض مكاتب الدراسات الاقتصادية والاستشارات من أجل معرفة رأي الخبراء والمختصين فيما يخص التنبؤ بالمخاطر والعوائد الخاصة ببعض المجالات المتخصصة . وبصورة عامة يمكن القول أن هذه الهيئات المهنية المعتمدة تستعمل من أجل تنظيم وضبط نشاطات البورصة والأسواق المالية الأخرى ، انطلاقا من المجال الموكل لها .

4- دور المقاصة المعتمدة

وهي عبارة عن جمعية مكونة من البنوك التجارية الضخمة مثل Barclays Bank, Lloyds Bank, Midland Bank & National Westminster Bank ، وكذا بعض التجمعات البنكية الأخرى ، حيث تقوم هـذه البنوك بعملية المقاصـة عند نهاية كل يـوم . أما من ناحـية الهيكلـة فهي تتمثـل أساسـا في ما يسمـى بـدار المقاصـة بلنـدن London Clearing House ، أو دار المقاصـة للبنكيـين بلنـدن London Bankers Clearing House ، والتي تعمل بالتعاون مع لجنة الأوراق المالية والاستثمارات فيما يخص تنفيذ وإجراء عمليات المقاصة .

2-2-1-2- السلطة المؤهلة للبورصات

هي الهيئة العليا الثانية المكونة لهيكل تنظيم البورصات البريطانية ، والتي تخضع هي الأخرى مباشرة لوزارة المالية ، ولها أهمية كبيرة في تنظيم ومراقبة البورصات البريطانية وذلك باستعمال الدوائر والمصالح التابعة لها . ويتمثل دورها الأساسي في تنظيم المتعاملين في البورصة وضمان إتمام الصفقات بكفاءة وانتظام ، ومن أجل القيام بمهامها وتحقيق هدفها المتمثل في الحفاظ على المستثمرين فهي تقوم باتباع عدة طرق منها :

- دراسة وضعية المنشآت المرشحة للإدراج في البورصة
- رصد ومعاينة مدى احترام الأعضاء للقواعد والقوانين المعمول بها
- توفير الخدمات المساعدة على التعامل والاتجار فيما بين الأعضاء وتسهيلها
- الإشراف على الصفقات وإجراءات الدفع الخاصة بها وكذا تسيير مخاطرها .

أما بالنسبة للدوائر والمصالح التابعة لهذه الهيئة والتي تسعى من خلالها إلى أداء المهام الموكلة لها فيمكن إيجازها فيما يلي :

1- مصلحة تنظيم المعلومات

تعتبر مصلحة تنظيم المعلومات Regulatory News Service RNS من أهم المصالح التي تستعملها البورصة باعتبارها السلطة المؤهلة والتي تتمتع بصلاحيات القبول أو الرفض لطلب المنشآت الراغبة في الإدراج في البورصة ، فهي تقوم بجمع وتزويد أعضائها والمكتتبين معها بكافة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على الأسعار في البورصة . أي المعلومات الخاصة بالأسهم المسعرة والمقيدة في القائمة الرسمية بالإضافة إلى تلك الخاصة بالأسهم الأخرى الغير مقيدة .

وعليه فإنه إجباري على كافة المنشآت المدرجة في البورصة القيام بالإعلان عن أية معلومة قد يكون لها تأثير على أسعار أسهمها مهما قلت أهمية هذه المعلومة . أما مصلحة تنظيم المعلومات

فمن واجبها هي الأخرى التأكد من صحة وقانونية تلك المعلومات وإيصالها بسرعة إلى المنخرطين فيها .
وبذلك تساهم هذه المصلحة كثيرا في تنظيم السوق البريطانية وإعطائها ديناميكية خاصة ، بجعل المعلومات تنساب إليها بصورة منتظمة وسريعة ، وبتكافؤ جميع الأطراف في الحصول عليها .

2- دائرة الإشراف على السوق

تقوم دائرة الإشراف على السوق Market Supervision Department MSD بالإشراف على نشاطات صانعي السوق والوسطاء ، وهي تسهر على تطبيق القوانين والقواعد المعمول بها في كل من الأسواق الوطنية والعالمية للأسهم والسندات ، أسواق الأوراق المالية المصدرة أو المضمونة من قبل الحكومة البريطانية ، أسواق الاختيارات وكذا أسواق الأصول المالية بأسعار الفائدة الثابتة كالسندات العادية .
ومـن هنا فإن هـذه الدائـرة تقوم بـدور هام في مجـال تنظـيم ومراقـبة البورصـة والأسـواق المالـية الأخـرى . ومن أجـل تحسـين الإشـراف والرقابـة على صانعـي السـوق ، وكذا تحسـين طـرق الإدراج وكيفـية التسعـير وغـيرها مـن النشاطـات ، فقـد طـورت السلطـة المؤهلـة للبورصـات نظـامـا يعـرف بـ " النظـام المتكامـل للرقابـة والإشـراف " Integrated Monitoring and Surveillance System IMAS .

3- دائرة مراقبة السوق

تسمـية دائـرة مراقبة السـوق Exchange Surveillance Department ESD هي التسمـية الحديثة للدائـرة التي كانـت تسمـى قـبل سنـة 1993 باسـم مجموعـة التعامـل الداخـي للبورصـة The Exchange's Insider Dealing Group وذلك نظرا لتوسع مهامها ونشاطاتها التي تجاوزت إطار الرقابة على المتعاملين الداخليين . فأصبحت اليوم تقوم بمراقبة البورصة والأسواق الأخرى ومحاولة اكتشاف حالات التلاعب والغش والصفقات الداخلية وكذا أي خرق للقانون . كما أنها تقوم بإجراء التحقيقات الخاصة بتلك الحالات . ومن هنا فهي تقوم من جهة بحماية المنشآت المدرجة في البورصة والتي تحترم قواعد التعامل وحماية المستثمرين ومستعملي السوق من جهة ثانية .
للحفاظ على كفاءة البورصة والأسواق الأخرى تقيم هذه الدائرة علاقات تعاون مع هيئات كثيرة داخل وخارج البورصة ، وكذا داخل وخارج بريطانيا . حيث نجد لهذه الدائرة علاقات عمل

وتبادل للمعلومات مع الدوائر والمصالح الأخرى المكونة للبورصة ، كما أنها تعتبر عضو في مجموعة الرقابة فيما بين الأسواق Intermarket Surveillance Group ISG ، والتي تضم بالإضافة إلى البورصات والأسواق البريطانية كافة البورصات والأسواق الأمريكية والكندية . وكنتيجة للتعاون بين الهيئات التنظيمية لتلك البورصات وهذه الدائرة فقد سهلت الرقابة على المتعاملين في هذه الأسواق في آن واحد .

4- دائرة تقييد المنشآت

تستعمل دائرة تقييد المنشآت Exchange Listing Department ELD من طرف سلطة البورصة لتنظيم عملية إصدار الأوراق المالية من قبل المنشآت المدرجة ، وبذلك فهي تقوم بتنظيم كيفية تسجيل هذه المنشآت في القائمة الرسمية بعد أن تكون قد استوفت الشروط الواجب توافرها .
وعليه فإن المهمة الأساسية لهذه الدائرة ترتكز أساسا على مراقبة السوق الأولية ، إذ تعمل على توفير سوق منتظمة وذلك عن طريق إجبار المنشآت على احترام الشروط والمتطلبات ، قبل وبعد الإدراج ، والتي تتماشى مع التوجيهات التي أصدرتها المجموعة الأوروبية ، والمتعلقة بنشر المعلومات الكاملة والمفصلة عن المنشآت المكتتبة . كما أن للبورصة البريطانية ، ممثلة في هذه الدائرة ، السلطة الكاملة في إضافة شروط أخرى زيادة عن تلك التوجيهات .
انطلاقـا من هذا ، تعمل هذه الدائـرة جنبا إلى جنب مع المنشـآت ومستشاريها خلال كافة مراحل إعدادها للتسجيل والإدراج في القائمة الرسمية ، وكذا مساعدتها على تحقيق الشروط الضرورية لذلك . كما يمكن أن تستمر هذه المنشآت في الحصول على النصائح من هذه الدائرة التي تبقى تقوم بدورها بالمراقبة المستمرة على المنشآت المدرجة في البورصة لضمان تنفيذ التزاماتها بعد الإدراج .
بعد استعراض الهيئات المكونة للبورصات والأسواق المالية البريطانية بنوع من التفصيل ، يمكن ملاحظة بعض التداخل في المهام والصلاحيات الموكلة لكل منها ، سواء تلك التابعة للجنة الأوراق المالية والاستثمارات ، أو تلك التي تخضع للسلطة المؤهلة للبورصة . ولكن تتقاطع جميعها في هدف واحد وإن تعددت جوانبه والمتمثل في تنظيم ومراقبة وتحسين تسيير البورصة والأسواق المالية .

2-2-2- الهيئات المنظمة لبورصة باريس

من أجل تحقيق الهدف الذي تسعى إليه السلطات المالية الفرنسية والمتمثل في كسب ثقة ورضاء المتعاملين الاقتصاديين فإننا نجدها مهيكلة ومنظمة في شكل هيئات ومؤسسات متخصصة تسهر على حسن سير البورصات والأسواق المالية الفرنسية . ومن ضمن هذه الهيئات نجد ما يلي :

2-2-2-1- لجنة عمليات البورصة

لقد تم إنشاء لجنة عمليات البورصة Commission des Opérations de Bourse COB بمقتضى الأمر الصادر في تاريخ 28 سبتمبر 1967 والذي حدد أيضا كيفية تكوينها ووظائفها . كما حدد المرسـوم رقـم 68-23 الصادر في 3 جانفي 1968 الطبيعة القانونية لهذه الهيئة [جبار ، 2000 ، ص 48-49] . حيـث تعتـبر مؤسسة مختصة ذات طابـع عمومي ، تتكـون من 9 أعضـاء متخصصين يتوزعون على النحو التالي :

- 3 أعضاء يمثلون الأسواق المختلفة يتم تعيينهم من قبل مجلس بورصات القيم ، مجلس الأسواق المستقبلية ، وبنك فرنسا .
- 3 قضاة معينين من قبل مجلس الدولة ، مجلس المحاسبة ، ومحكمة النقض .
- 2 عضوان متخصصان يتم اختيارهم من قبل السبعة أعضاء الآخرين حسب الكفاءة والتجربة .
- رئيس يعين بمرسوم من قبل مجلس الوزراء باقتراح من وزير الاقتصاد .

أما مدة التعيين فهي 4 سنوات لكافة الأعضاء قابلة للتجديد مرة واحدة ، و 6 سنوات بالنسبة للرئيس لكنها غير قابلة للتجديد .

وتتلخص مهام لجنة عمليات البورصة في مراقبة كافة الأسواق والمنتوجات المالية المتعلقة بالادخار طويل الأجل سواء فيما يتعلق بالإصدار أو التداول أو حتى الأفراد والمؤسسات المعنيين بذلك . وهذا لأن مراقبة الأسواق التي تتداول فيها الأصول المالية قصيرة الأجل ، والتي تدخل ضمن السياسة النقدية مثل العملات الأجنبية ، الأوراق المالية التي تصدرها الخزينة ، المنتوجات المالية المتداولة قصيرة الأجل وغيرها فقد أوكلت لبنك فرنسا . هذا بالإضافة إلى أن صلاحيات هذه اللجنة فقد وسعت كثيرا وفقا لقانون 1989 ، وعليه أصبحت تتولى القيام بالوظائف التالية [جبار ، 2000 ، ص 52-63] :

1- **وظيفـة التنظـيم**

في هذا الإطار تقوم لجنة عمليات البورصة بتنظيم الأسواق الموضوعة تحت تصرفها ومراقبتها وذلك بإعطاء التوجيهات ورسم وتحديد القواعد الواجب العمل بها ، وخاصة الجانب المهني منها . وتشمل عملية التنظيم كافة المتعاملين الذين يلجئون إلى الادخار كمصدر من مصادر التمويل سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة . بمعنى آخر ، سواء تمثل ذلك في المنشآت والمؤسسات التي تتدخل مباشرة في البورصات والأسواق المالية عن طريق طرح أوراقها المالية للبيع والحصول على الأموال التي تحتاجها ، أو الأفراد والمؤسسات الذين يتدخلون في عمليات التوظيف المختلفة للأوراق المالية الناتجة عن عمليات جمع الادخار .

هذا وقد قامت لجنة عمليات البورصة ببعض الإجراءات التنظيمية تمثلت في تفويض صلاحيات مراقبة وتسيير بورصة القيم وسوق الاختيارات المتداولة في بورصة باريس إلى مجلس بورصات القيم ، كما فوضت أيضا أمور السوق الآجلة الدولية لفرنسا إلى مجلس الأسواق الآجلة . ومن هنا فقد

بقي دورها التنظيمي بالنسبة لهذه البورصات والأسواق المالية يتلخص في الموافقة على الإجراءات المتخذة من طرف تلك المجالس في الأسواق الخاصة بها والتأثير على ذلك .
أما فيما يخص القواعد التي تأمر بها هذه اللجنة فإنها تنشر في الجريدة الرسمية بعد موافقة وزير الاقتصاد ، وبالتالي تصبح سارية المفعول بعد تبليغها للمتعاملين ، وتكون لها قوة قانونية كبيرة .
وعلى هذا الأساس نجد إقبال كافة المتعاملين على استشارتها عند القيام بالاستثمارات المختلفة للتأكد من مدى مطابقتها للقواعد المسطرة من قبلها .
تمس عملية التنظيم التي تقوم بها لجنة عمليات البورصة مجالات عديدة وكذا أطراف كثيرة . حيث يمكنها إجبار كل متعامل ، يقوم بإصدار أوراق مالية ، إعلام الجمهور بكافة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على الأسعار في البورصة . هذه المعلومات التي يجب أن تكون دقيقة وحقيقية .

2- **وظيفـة التأشـيرة والاعتـماد**

تقوم لجنة عمليات البورصة بالتأشير على المعلومات التي توجهها المنشآت المسجلة للمكتتبين . حيث يتم جمع تلك المعلومات في وثيقة تسمى مذكرة المعلومات Note d'information ، والتي عادة ما تحتوي على معلومات حول المنشأة ، نشاطها ، وثائقها المحاسبية ، مشاريعها المستقبلية والآفاق الاستثمارية ، مجلس إدارتها . هذا بالإضافة إلى وصف تفصيلي للعمليات محل التأشيرة والتي ممكن أن تتعلق بنواحي عدة لنشاط المنشأة ، كأن تكون هذه العمليات متعلقة بـ :

- عمليات إصدار للأسهم والسندات ، التسجيل في القائمة الرسمية ، عروض الشراء أو التبادل العمومية (OPA, OPE) .
- شراء أسهم الشركات المدينة للتوظيف في العقارات
- الاكتتاب في مخططات الادخار في القيم المتداولة
- إدخال منتوجات مالية جديدة متداولة في السوق الآجلة العالمية لفرنسا وسوق الاختيارات المتداولة في باريس
- اقتراحات التوظيف في منتوجات مختلفة .

ومن هنا يمكن القول أن لجنة عمليات البورصة تحاول أن تراقب كل المعلومات المتعلقة بالعمليات المالية ، وهي بالتالي تسهر على أن تكون الشركات المصدرة قد قدمت كل المعلومات الضرورية للجمهور . هذه المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على سير الأسعار في السوق ، خاصة فيما يتعلق بالتوقعات المستقبلية وعدم التفرقة بين المستثمرين في السوق من حيث توجيه المعلومات .
غير أن لجنة عمليات البورصة بفرضها التأشيرة على العمليات لا تتدخل فيما يخص أهمية تلك العمليات بالنسبة للمستثمر ، أي لا تقدم له بشأنها أية نصائح . وإنما تسهر على أن تكون القوانين والشكليات المعمول بها قد احترمت عند إعداد تلك المعلومات .

كمـا أن للجنة عمليات البورصـة صلاحـية اعتمـاد هيئـات التوظـيف الجماعي في القـيم المتداولة OPCVM ، التي تتكون من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير SICAV وصناديق التوظيف المشترك FCP ، بالإضافة إلى اعتماد الصناديق المشتركة الدائنة FCC ، وشركات تسيير المحافظ المالية .

فطبقـا لقانـون 23 ديسمبر 1988 تعتـبر لجـنة عمليات البورصـة هي الجهة الوحيدة المؤهلة لمنح الاعتماد للمتعاملين سواء من أجل إنشاء ، تحويل ، دمج ، انقسام أو تصفية هيئات التوظيف الجماعي ، كما تعتبر الجهة الوحيدة التي يمكنها سحب ذلك الاعتماد .

وتعتمد اللجنة في إعطائها الاعتماد لتلك المنظمات على دراسة معمقة تشمل خبرة ونزاهة المسيرين ، توفر الوسائل البشرية ، التقنية والمالية ، وجود جهاز رقابة داخلية وخارجية (فيما يخص الحسابات التي عـادة ما يعتمد فيها على مندوبي الحسابـات) ، توفر تنظيم داخلي يسمح بإنشاء مؤسسة توظيف وتطبيـق القواعـد الكفيلة بضمان تصرف المسيرين لهذه المؤسسة في الاتجاه الذي يحقق مصالح المكتتبين .

3- **وظيفـة الرقابـة**

تعتبر الرقابة من الوظائف الأساسية للجنة عمليات البورصة ، إذ تهدف أساسا إلى حماية المدخرين وبالتالي الادخار من سوء التوجيه وسوء الاستعمال . ومن هنا فهي تحرص كل الحرص على ألا تتسرب المعلومات إلى بعض المستثمرين قبل وصولها إلى السوق ليستفيد منها كافة المتدخلين على حد سواء . وطبعا ما ينطبق على تسريب المعلومات ينطبق على إشاعة معلومات خاطئة ، والتي قد تجر وراءها المستثمرين لاتخاذ قرارات خاطئة ، وعدم ترك السوق تسير بانتظام . هذا التصرف يكون محل رقابة شديدة من قبل لجنة عمليات البورصة لأنه يؤثر على تغير أسعار الأوراق المالية في البورصة بصورة لا تعكس القيمة الحقيقية لها .

ومن هنا فإن لجنة عمليات البورصة تحاول تحسس كافة المظاهر غير العادية ، كالتطورات غير المنتظرة في سعر ورقة معينة أو في حركة السوق ككل . وفي هذا الإطار تقوم اللجنة بعمليات تحقـيق واسعة بطلب من رئيسها ، نتيجـة ملاحظة السـير غـير العادي للسوق أو التصرفات غير القانونية لبعض الشركات ، أو حتى انطلاقا من الاحتجاجات التي تقدمها الشركات الأخرى . وفي حالـة ثبوت مخالفـات لبعض المتعاملـين فإنه من صلاحيات هـذه اللجنة معاقبتهم ، كأن تقـوم مثلا بسحب الاعتماد ، أو تسليط غرامات مالية ، أو تقديم تعويضات عن الأضرار التي لحقت بالمكتتبين ... إلخ .

وحتى يتسنى لها القيام بمهمة الرقابة على أحسن وجه ، تقيم لجنة عمليات البورصة علاقات تعاون دائمة سواء على مستوى السوق ، المستوى الوطني أو الدولي . فعلى مستوى السوق نجدها تقيم

علاقات تعاون وتبادل مع كل من بنك فرنسا واللجنة البنكية التابعة له ، وكذا مع بقية السلطات المالية التي تشرف على مختلف الأسواق مثل ؛ مجلس بورصات القيم ، مجلس السوق الآجلة ، الجمعية الوطنية لمندوبي الحسابات .

على المستوى الوطني تكون علاقات لجنة عمليات البورصة مع وزارتي الاقتصاد والمالية ، لأنها تأخذ موافقة وزير الاقتصاد قبل اتخاذ الكثير من القرارات . أما مع وزارة المالية فذلك راجع لطبيعة أعمالها التي يفترض أن تكون في إطار التشريعات المالية .

أما على المستوى الدولي ، فنجدها تعمل أولا في إطار لجنة المجموعة الأوروبية لإصدار قانون خاص بالتعامل في القيم المتداولة ، أي العمل في إطار التوجيهات المعطاة من قبل المجموعة الأوروبية فيما يتعلق بالادخار ، الوسطاء ، والعمليات المالية بصفة عامة . كما تقيم أيضا علاقات لتبادل الخبرات والتجارب والمعلومات في إطار المنظمة العالمية للجان القيم OICV ، والتي تضم كافة الهيئات المختصة في الرقابة على البورصات والأسواق المالية العالمية .

ومن أجل مراقبة الغش وتسريب المعلومات على المستوى العالمي فقد أبرمت اللجنة بروتوكول تعاون مع كل من اللجنة الأمريكية للبورصة والأوراق المالية SEC ، ولجنة الأوراق المالية والاستثمارات البريطانية SIB ، يمكن بمقتضاه لأي من اللجنتين فتح تحقيق في بلد اللجنة الأخرى .

كل هذه العلاقات ، سواء تمت وفقا لاتفاقات ثنائية أو بحكم التعامل اليومي ، فإن الغرض منها هو تبادل المعلومات والتشاور وتبادل الخبرات من أجل القضاء على كل ما من شأنه أن يمس بسير السوق وانتظامها ، وفرض رقابة صارمة على العمليات المالية التي تتم في البورصات والأسواق المالية ، وذلك من أجل أن تكون حظوظ جميع المستثمرين متساوية ، مما يزيد في ثقة المدخرين في الأوراق المالية وبالتالي زيادة شهرة البورصة الفرنسية .

2-2-2-2- مجلـس بورصـات القـيم

يعتبر المجلس مؤسسة مهنية تتكون من 10 ممثلين عن شركات البورصة باعتبارها من الوسطاء في البورصة وممثل عن موظفي شركات البورصة وشركة البورصات الفرنسية وممثل عن مصدري القيم المتداولة . وبذلك فهو يعتبر بمثابة الوصاية لهذه الشركات وعمالها . كما يقوم هذا المجلس بوضع قانون التنظـيم العـام للبورصة الذي يتطلب موافقة كل من وزير الاقتصاد وكذا لجنة عمليات البورصة وبنك فرنسا . ولقد أنشئ هذا المجلس في جانفي 1988 في مكان الغرفة النقابية لوكلاء الصرف ، ويتمحور نشاطه في ما يلي :

- تسجيل وشطب القيم من القائمة الرسمية ومن السوق الثانية ، إلا أنه يمكن للجنة عمليات البورصة معارضة قراراته .

- تحديد قواعد سير أسواق الأوراق المالية ، أسواق الاختيارات المتداولة في باريس ، حيث يقوم بتحديد أسعار التنفيذ ، الفروق وتواريخ الاستحقاق .
- الإشراف على العروض العامة للشراء OPA .

هذا بالنسبة لدوره في الرقابة على الصفقات التي تتم على القيم المنقولة ، أما فيما يخص الرقابة عبى المتعاملين الموجودين تحت تصرفه ، فإنه يقوم بـ ـ ـ :

- اعتماد شركات البورصة وتسليم ونزع البطاقات المهنية للأفراد الذين يعملون باسمها أو باسم البورصات الفرنسية .
- مراقبة ومعاقبة كافة الهيئات والمتعاملين الموجودين تحت وصايته إذا لم يحترموا القواعد العامة للتعامل أو عند عدم الوفاء بالتزاماتهم .
- تعيين شركات البورصة المتخصصة في ورقة مالية معينة ، وتعيين الأطراف المشاركة في الصفقات باسمها الخاص .

على العموم يمكن القول أن مجلس بورصات القيم يعمل على توفير السيولة والكفاءة في السوق وضمان إتمام العمليات والصفقات بصورة جيدة ، وذلك عن طريق فرض رقابة صارمة على مصدري الأوراق المالية المتداولة وعلى المتعاملين فيها .

وتجدر الإشارة إلى أن هناك مجلسا آخر شبيه بمجلس بورصات القيم والمتمثل في مجلس الأسواق الآجلة . ويختلف هذا الأخير عن الأول في كونه يختص في مراقبة الأسواق الآجلة للمنتجات المالية باستثناء سوق الاختيارات المتداولة في باريس التي تخضع لمراقبة مجلس بورصات القيم .

2-2-2-3- شـركة البورصـات الفرنسـية

لقد تم إنشاؤها وفقا للقانون رقم 70-88 الصادر في تاريخ 22 جانفي 1988 ولقد حلت محل الجمعية الوطنية لوكـلاء الصرف ، وذلك من أجـل مساعدة مجلس بورصات القيم في إعداد وتنفيذ قراراته . وبالتالي فهي تتولى القيام بالمهام التالية :

- تحديد الوسائل التقنية لتطبيق القوانين والقواعد المعمول بها في البورصة الفرنسية ، والصادرة عن مجلس بورصات القيم .
- تقوم بمراقبة شركات البورصة (يقصد هنا بشركات البورصة تلك الشركات التي تقوم مقام الوسطاء) وفروعها ، كما تسهر على تنظيم العمليات المالية والقدرة على الدفع .
- تقوم بفحص المعلومات الدورية التي تصلها من شركات البورصة ، وخاصة المعلومات المحاسبية والطرق المطبقة في تلك الشركات لتتمكن من مراقبة نشاطاتها .
- تقوم بمراقبة الأفراد العاملين تحت وصايتها أو تحت وصاية شركات البورصة ، أو الذين يعملون لحسابهم الخاص وذلك من أجل ضمان وفائهم بالتزاماتهم .
- تحرص على تكامل السوق وسيرها في ظروف السرعة والنزاهة والحياد .

ومن هنا يمكن القول أن شركة البورصات الفرنسية أنشئت من أجل تنظيم البورصات الفرنسية بتحسين إجراءات التعامل ومراقبة الوسطاء القائمين على العمليات المالية . كما تسهر على إتمام تلك العمليات بصورة جيدة ، بما في ذلك تسليم الأوراق المالية للمشتري وتسليم المبلغ المقابل للبائع . وتضمن ذلك باستعمال صندوق التضامن ، حيث كلما عجزت شركة من شركات البورصة بالوفاء بالتزاماتها تتدخل شركة البورصات ، باعتبارها القائمة على تسيير هذا الصندوق ، لتعويض الزبون المتضرر وذلك حسب طبيعة العملية .

2-3- عمليـات البورصـة

تعتبر السرعة في تنفيذ أوامر الشراء والبيع في البورصة من المؤشرات التي تدل على حسن تسيير وتنظيم تلك المؤسسة . فبتطور وسائل الاتصال أصبح من الممكن لأي مستثمر أين ما وجد على سطـح الكرة الأرضية معرفـة في أي لحظة زمنية تطور أسعار الأوراق المالية في أي بورصة عـبر العالم ، كما أصبح بإمكانه أيضا عقد صفقات مع مختلف المستثمرين دون تحمل مصاريف ومتاعب التنقل ، وذلك بسبب ربط البورصات والأسواق المالية بشبكة اتصال عالمية جعلت من هذا العالم المالي الواسع قرية صغيرة .

وعليه فإن البورصة قد أتاحت فرصة اللقاء بين هؤلاء المتعاملين في أوراق تابعة لشركات مختلفة الأحجام والقطاعات ، شريطة أن تقدم معلومات دقيقة وحقيقية حفاظا على مصلحة المدخرين والادخار من التلاعب . وعليه تتم في البورصة والأسواق المالية بصفة عامة العديد من العمليات يقوم بها متدخلون وهيئات كثيرة ، وتتلخص عمليات البورصة فيما يلي :

- **العمليات العاجلة :** تتميز العمليات العاجلة في البورصة بأنها تتم فورا ، حيث يتم دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة بمجرد إتمامها أو بعد فترة وجيزة جدا . ومن هنا يجب أن تتضمن أوامر البورصة في العمليات العاجلة العناصر التي من شأنها أن تبين بكل وضوح الصفقة ؛ كبيان نوع وصفة الورقة المالية وكمية الأوراق المالية المطلوبة أو المعروضة ، وتحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة تنفيذ أوامره من خلاله . ففيما يتعلق بتحديد نوع الورقة موضوع الصفقة يجب أن يتم بكل دقة ، حيث يتعين تبيان ما إذا كان المقصود من الورقة المالية المطلوبة أو المعروضة هو أسهم عادية أم أسهم ممتازة أو سندات . ففي حالة كونها سندات يجب توضيح تاريخ الإصدار ومعدل الفائدة والحقوق المنبثقة عن هذا السند . أما فيما يتعلق بالكمية المطلوبة من الأوراق المالية فيشترط تبيانها بكل وضوح لأن ذلك من شأنه أن يؤثر على سعر هذه الأوراق في السوق . وبالرغم من أن أسعار الأوراق المالية تتحدد في السوق نتيجة العرض والطلب إلا أنه يشترط كذلك تبيان السعر المطلوب أو المقبول من قبل المتعامل .

إن اللجـوء إلى هـذا الأسلوب في شـراء وبيـع الأوراق المالـية لا يتـم عـادة من قـبل المضاربـين المحترفـين في السـوق بل يتـم من قـبل المستثمرين الذين يرغبـون في الاحتفـاظ بهـذه الأوراق المالـية المشـتراة لفـترة من الزمن على أمل الحصـول على ما تـدره عليهم من عوائـد . ولكن هذا لا يمنـع من بيعها مجـددا عند تحسن أسعارها أو عند حاجاتهم إلى أمـوال جاهـزة [مروان عطون ، 1993 ، ص 223] .

أما المتعاملين الذين يتدخلون في هذه السوق كبائعين فيشترط أن تكون هذه الأوراق المالية موضوع الصفقة بحوزتهم لكي يسلمونها إلى السماسرة المكلفين بتنفيذ الأوامر في البورصة . ومن هنا فإن صفقات البيع هذه تتم إما على أثر شراء سابق ، أو إذا كانت الأوراق المالية التي بحوزة المتعامل كبيرة ويرغب في التخفيف منها أو استبدالها بأوراق أخرى أكثر تفضيلا لديه ، أو إذا احتاج إلى بعض المال ، أو رغبة منه في تحيق ربح رأسمالي عند ارتفاع أسعارها .

- **العمليات الآجلة :** تتميز العمليات الآجلة في أن شروط عقد الصفقة تتحدد في نفس يوم التفاوض لكن تنفيذها ، أي تحرير الأوراق المالية وتسديد الثمن يؤجل إلى تاريخ لاحق يسمى أجل أو موعد التصفية . وعادة ما تجرى هذه التصفية مرة كل شهر وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة ، حيث تسوى الصفقات نهائيا بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعا وشراء . ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعليا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية . ولما كان دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية في العمليات الآجلة يتم بعد فترة ، فإن أنظمة البورصة تضع مجموعة من الشروط على المتعامـين في السـوق الآجلة قد تتمثل في تقديم مثلا تأمين مالي حتى يتم إبرام الصفقة نهائيا بشكل لا يلحق الضرر بأحد المتعاقدين ، ويدعى هذا التأمين بالتغطية . أما نسبة ونـوع التغطية فتختلف حسب نـوع العمليات والصفقات المبرمة ، والتي ممكن أن تأخذ شكل نقدي أو تكون في صورة أوراق مالية .

قد تتمثل الصفقات الآجـلة في البورصة في عمليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق القروض ، ذلك لأن المضاربين على ارتفاع الأسعار وعندما لا تكون لديهم المبالغ الكافية لشراء الحجم الذي يرغبون فيه من الأوراق المالية يقومون بشراء هذا الحجم المطلوب عن طريق دفع جزء من قيمته فورا والباقي في تاريخ لاحق متفق عليه . في هذه الحالة يقوم الوسطاء في البورصة بتقديم قروض لعملائهم لشراء الأوراق المطلوبة وبنفس الوقت يلجأ هؤلاء الوسطاء إلى الاقتراض من البنوك بضمان هذه الأوراق المالية موضوع الصفقة ، وبذلك يستطيعون الحصول على أرباح تتمثل في الفرق بين سعر الفائدة الذي يتحملونه اتجاه البنوك وسعر الفائدة الذي يتقاضونه من عملائهم .

تعتبر العمليات الآجلة أحسن مثال لعمليات المضاربة وذلك لأن الأوراق المالية يمكن الحصول عليها دائما من البورصة ، كما أنه يمكن لكل طرف من الصفقة أن يتحلل من التزاماته في الدفع والتسليم

عن طريق دفع الفارق ما بين السعر المتفق عليه والسعر حين حلول الأجل . وهكذا يضارب المشتري على ارتفاع الأسعار في حين يضارب البائع على هبوطها . فالمشتري يضارب على ارتفاع الأسعار ليبيع ما اشتراه بسعر أعلى ، أما البائع فإنه يضارب على هبوط الأسعار ليعيد الشراء بسعر أرخص .

2-4- أوامـر البورصـة وتكاليـف تنفيذهـا

يعتبر الأمر بمثابة التفويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية والمنتوجات المتداولة بصفة عامة . بمعنى آخر ، يقصد بأمر البورصـة التوكيل الذي يعطيه متعامل ما إلى أحد سماسرة البورصة أو الوسطاء لكي ينجز له صفقة بيع أو شراء لمجموعة من الأوراق المالـية التي يحددها له . وبالتالي فإن أوامـر العملاء أو المتدخلـين لا تخرج عن كونها أوامـر للبيع أو للشراء ، لأوراق مالية متداولة ، يقوم بها الوسيط . ويتطلب هذا التوكيل أو التفويض تحرير أمر مكتوب يحتوي عادة على أهم توجيهات المستثمر المتعلقة بالعمليات التي كلف بها الوسيط . إذ يقوم المتدخلون في البورصة بتحرير الأوامر لعقد الصفقات المختلفة التي يرغبون في إبرامها بغرض تحقيق الأرباح أو تنويع محافظهم المالية أو الحصول على مصادر التمويل وغيرها من الأهداف والأغراض التي تختلف باختلاف المتدخل أو المستثمر .

ويتم الاتصال بين المستثمر والوسيط بعدة طرق منها المقابلة الشخصية في مكان ، والذي عادة ما يـكون مكتب الوسيـط . كما يمـكن أن يتم الاتصال فيما بينهما بأي وسيلة اتصال أخرى حديثة كالهاتف أو الفاكس أو حتى عن طريق مواقع الإنترنت . المهم أن يتلقى الوسيط من عملائه أمر البيع أو الشراء يحدد فيه نوع الورقة المالية ، العدد المراد شراؤه أو عرضه للبيع ، الحد الأدنى أو الأعلى للسعر وكذا كل الشروط الأخرى التي يراها ضرورية .

على الرغم من أن الأمر المسلم للوسيط عادة ما يحدد بدقة شروط المستثمر أثناء تكليفه للتعامل باسمـه ، إلا أنه قد يـترك لذلك الوسيـط هامـش مناورة أو مجـالا للتصـرف بحريـة ، وذلك حتى لا تضيع عليه بعض الفـرص التي تتطلب منه اتخـاذ قرارات سريعة دون الرجوع للمستثمر لأخذ رأيه في ذلك . ولكن بصورة عامة يجب أن تحتوي أوامر البورصة على بعض المعلومات العامة والتي يمكن أن نذكر منها ما يلي :

أ – اسم الورقة المالية المرغوب الاستثمار فيها ، مع العلم أن بعض البورصات تطلب رمزها فقط ، إذ يعطى رمز لكل ورقة متداولة .

ب – عدد الأوراق المراد التعامل بها .

ج – نوع وطبيعة الصفقة ؛ هل هي عملية بيع أم عملية شراء .

د – نوع السوق ونوع العملية ؛ تحديد ما إذا كانت عاجلة أم آجلة .

هـ - مدة صلاحية الأمر ؛ يوم ، شهر ، ... مفتوح .

و – سعر الصفقة وطبيعته ؛ محدد أو غير محدد .

تعتبر هذه أهم المعلومات التي يجب أن يتضمنها أمر البورصة عند تقديمه للوسيط قصد تنفيذه ، ولكن لا يوجد ما يمنع من إضافة معلومات وشروط أخرى يكون الهدف منها تنفيذ وإبرام الصفقة على أحسن وجه وبصورة عادلة للطرفين .

كما تجدر الإشارة إلى أن الأسواق ، على هذا الأساس ، تنقسم إلى قسمين رئيسيين ؛ أسواق الأوامر وأسواق المتعاملين بالأوراق المالية . فبالنسبة للنوع الأول والمتعلق بأسواق الأوامر تتم المقابلة بين المشتريات والمبيعات بصورة مباشرة ، أي يقدم الوسطاء كافة الأوامر للسوق وينتظرون ما تسفر عنه تلك المقابلة من سعر توازني . أما في أسواق المتعاملين بالأوراق المالية فإن معظم الوسطاء يقومون بتسويق أوراق مالية معينة وتحديد سعرين اثنين مسبقا ؛ أحدهما للشراء والآخر للبيع . ومن هنا يصبح الوسيط طرفا في الصفقة ، حيث يقوم بالشراء بالسعر الأول وبالبيع بالسعر الثاني ، وهو بالتالي يحقق هامش ربح من وراء ذلك [جبار ، 2002 ، ص 76-78] .

2-5- أنـواع الأوامـر

تجدر الإشارة هنا قبل تناول أنواع الأوامر إلى توضيح مفهومين أساسيين لطريقة التسجيل لتحديد أسعار الأوراق المالية ، حيث يلاحظ وجود طريقتين أساسيتين هما : الطريقة الأولى وهي طريقة التسجيل الثابت لتحديد أسعار الأوراق المالية والتي تتمثل في جمع كافة أوامر الشراء وأوامر البيع دفعة واحدة وتحديد سعر التوازن لكل ورقة انطلاقا من قوى العرض والطلب المتمثلة في تلاقي تلك الأوامر في لحظة معينة . أما الطريقة الثانية وهي طريقة التسجيل المستمر والتي تتمثل في تحديد سعر التوازن لكافة الأوراق والمنتوجات المالية في كل لحظة من لحظات فترة التعامل في البورصة . حيث أن تدفق أوامر البيـع والشراء من شأنه أن يحرك قـوى العرض والطلب باستمرار ، مما يتيح تحديد الأسعار في كل لحظـة . وبالتالي تتم الصفقات والعمليات المالـية في البورصة الواحدة تلو الأخرى ، وطبق لذلك تتحـدد الأسعار على مدى فترة التداول . وتسفر هذه الطريقة على نشر عدة أسعار بالنسبة لكل ورقـة عند نهاية فـترة التعامل في البورصة وهي ؛ سعـر الافتتاح ، سعر الإغلاق ، أعلى سعر وأدنى سعر تم تسجيله .

كما سبق وأن تناولنا ، تحدد أوامر البورصة شروط بيع أو شراء الأوراق المالية ، وكذا مسؤولية الوسيـط حسب نوع الأمر المقدم له . ومن هنا فإن هذه الأوامـر تختلف باختلاف هذه الشـروط ، فهي

قد تختلف باختلاف سـعر ووقت التنفيذ أو كليهما معا ، بالإضافة إلى الخصوصيات التي قد يشترطها المستثمر . وبصورة عامة يمكن تقسيم الأوامر إلى الأقسام التالية :

2-5-1- الأوامـر المحـددة لسعـر التنفيذ : وهي تلك الأوامر التي يكون فيها السعر المحدد من طرف المستثمر هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدم تنفيذها ، وهي على أنواع نذكر منها ما يلي :

2-5-1-1- أوامر التنفيذ بسعر السوق : يعتبر أمر التنفيذ بسعر السوق من أكثر الأوامر شيوعا واستخدامـا ، والذي بمقتضاه يطلب المستثمر من الوسـيط تنفـيذ العمـلية المطلوبـة على وجه السرعـة وبأفضل سعـر ممكن أن يجرى عليه التعامل . وهذا معناه أن المستثمر في هـذا النـوع من الأوامـر لا يحدد سعـر تنفيذ معـين ، وإنما سعـر تنفيذ الصفقـة المرغـوب فيها يتوقـف على سعـر السوق الذي يتحـدد بمجرد إيجـاد الطرف الآخـر ؛ البائـع أو المشـتري للورقة المالـية المعنية . ومن هنا فإن الوسـيط يقـوم ببذل أقصى جهـده ليحصل على أفضـل صفقـة ممكنة في ذلك الوقت [هندي ، 1999 ، ص 125-126] .

من أهم ممـيزات هذا النـوع من الأوامر هو سرعـة وضمان التنفيذ . أما سلبياته فيتمثل في عدم معرفـة المستثمر لسعـر التنفيذ مسبقا ، أي لا يعرفه إلا بعد إتمام الصفقة أو الصفقات محل الأمر أو الأوامر .

2-5-1-2- الأوامر المحددة : يقوم المستثمر في هذا النوع من الأوامر بتحديد سعرا معينا لتنفيذ الصفقة ومن ثم ليس أمام الوسيط إلا الانتظار حتى يصل سعر الورقة المالية في السوق إلى السعر المحدد . ويمكن التمييز في هذا الصدد بين نوعين من الأوامر المحددة ؛ يتمثل الأول في الأوامر المحددة الخاصة ببيع المنتوجات المالية المختلفة . ويكون في هذه الحالة السعر المحدد بمثابة السعر الأدنى . وهذا يعني أن يقوم الوسيط ببيع الأوراق المالية كلما كان سعرها في السوق أكبر من أو على الأقل يساوي السعر المحدد من طرف المستثمر . أما النوع الثاني من الأوامر المحدد فيتمثل في الأوامر المتعلقة بعمليات البيع . يقوم في هذه الحالة المستثمر بتحديد سعر الشراء الأعلى . ويلتزم الوسيط بتنفيذ الصفقات كلما كان سعر الأوراق المالية محل الصفقة أقل من أو يساوي على الأكثر السعر المحدد من قبل المستثمر .

ومن أهم مميزات هذا النوع من الأوامر هي معرفة المستثمر مسبقا للحد الأقصى للمبلغ الذي سيدفعه في حالة أوامر الشراء ، والحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها في حالة أوامر البيع . وبالتالي تعتبر هذه الأوامر من الأنواع التي تحمي صاحبها من انخفاض أرباحه أو زيادة خسائره ، كما أنها تعفي مصدرها من متابعة تطور حركة الأسعار للمنتوجات المالية التي بحوزته ، والتي قد يرغب في بيعها خوفا من الانخفاض المفاجئ في سعرها ، أو تلك التي يرغب في شرائها لأنه يتوقع

عائدا كبيرا من وراء الاستثمار فيها . أما أبرز عيوب هذا النوع من الأوامر فهو يتمثل في احتمال عدم تنفيذ هذا الأمر بسبب بعد السعر المحدد عن سعر السوق .

2-5-2- الأوامــر المحــددة لوقــت التنفــيذ : وهي الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمه . وتنقسم هذه الأوامر هي الأخرى إلى مجموعة من الأقسام هي :

2-5-2-1- أوامر محددة بيوم : وهي الأوامر التي تكون سارية المفعول فقط طيلة اليوم الذي صدرت فيه أو لما تبقى من ساعات اليوم .

2-5-2-2- أوامر محددة بأسبوع أو شهر : بالنسبة للأمر الذي مدته أسبوع فإنه ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه ، ونفس الشيء بالنسبة للأمر الذي مدته شهرا .

2-5-2-3- الأمر المفتوح : يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يضل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه من قبل الوسيط وفقا للشروط التي تلقاها من طرف المستثمر أو حتى يقرر هذا الأخير إلغاؤه .

2-5-3- الأوامــر التي تجمــع بين سعــر ووقت التنفــيذ : وهي الأوامر التي يحــدد فيها سعرا معينا للتنفيذ كما يشترط أيضا أن تتم الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوم ، أسبوع ، أو شهر . وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة لسعر التنفيذ والأوامر المحددة لوقت التنفيذ .

2-5-4- الأوامــر الخاصــة : وتنقسم هذه الأوامر إلى الأنواع التالية :

2-5-4-1- أوامر الإيقاف : يحدد المستثمر لهذا النوع من الأوامر الأسعار التي يجب على الوسيط تنفيذ الصفقات عندها . إذ يمكن لهذا الأخير تنفيذ عمليات الشراء بذلك السعر أو بسعر أقل منه . وعليه فإنه يصبح أمر الإيقاف الخاص بالشراء أمرا قابلا للتنفيذ بالسعر الأفضل بمجرد تداول الورقة المالية في البورصة بسعر يساوي أو أعلى من السعر الذي حدده المستثمر . كما يصبح أمر الإيقاف الخاص بالبيــع أمرا قابلا للتنفيذ بالسعــر الأفضل بمجرد تداول الورقــة بسعــر يساوي أو أقل من السعر الذي حــدده المصدر للأمر . عادة ما يستعمل هذا النــوع من الأوامر في حالــة التسجيل الثابت وليس المستمر . وبذلك ينتظر مصدر أمر الشراء ارتفاعا في سعر الورقــة المالية محل الصفقة ، بينما يتوقع البائع انخفاضا في السعر ، ويحاول كل منهما الاحتماء من المخاطر التي يمكن أن تحدث نتيجة تقلب الأسعار .

وتجــدر الإشارة إلى أن هذا النــوع من الأوامر ، ســواء تعلق الأمر بعملية شــراء أو عملية بيع ، يتحــول إلى أوامر سوق بمجرد تجاوز سعــر تنفيذها السعر المحدد من طرف المستثمر المصدر للأمر . أي إذا انخفض سعــر التنفيذ أو ارتفــع عن السعرين المحددين أصبح الأمر من أوامر التنفيذ بسعــر السوق .

2-5-4-2- أوامر الإيقاف المحدودة : يعتـبر هذا النوع من الأوامر امتدادا لأوامر الإيقاف السابق شرحها . إذ تعالج وضعية عدم التأكـد التي تمتاز بها أوامـر الإيقاف فيما يخص سعـر التنفيذ ، حيث يترك مجال للوسـيط للتصرف في ذلك . ففي حالة أوامـر الإيقاف المحدودة يقـوم المستثمر الآمر بتحديد السعـر الأدنى للأوامر المتعلقة ببيع الأوراق المالية التي بحوزته ويطلب من الوسيـط تنفـيذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أحسن منه . كما يقوم بتحديد السعر الأقصى لأوامر الشراء للأوراق المالية التي يرغـب في الاستثمار فيها على أن يتولى الوسـيط تنفيذ الصفقة بذلك السعـر أو بسعر أفضل منه (أي أقل منه) .

2-5-4-3- أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال : يقصد بذلك أن يترك للوسيط الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه مناسبا . وقـد تكون حرية السمسار أو الوسيط في هذا النوع من الأوامر مطلقة ، فهو الذي يختار نوع الورقة محل التعامل وكذا السعر الذي تتم به هذه الصفقة . وما إذا كانت هذه العملية هي عملية بيـع أو شراء وكذلك توقيت تنفيذها . أما الأوامـر المقيدة فتقتصـر فيها حريـة الوسيط على توقيت التنفيذ والسعـر الذي تتم من خلالـه هذه الصفقـة . من مزايـا هذا النـوع من الأوامـر أنه يوفـر المرونة اللازمة لاقتناص الفـرص في الوقت المناسب دون الرجـوع إلى الآمـر بالتنفـيذ [هندي ، 1999 ، ص 133-134] .

2-5-5- الأوامـر المحـددة لحجـم الصفـقة : وتتعلـق هذه الأوامـر بتحديد عدد الأوراق المالية المراد شراؤها أو بيعها ، حيث يقـوم المستثمر هنا بتحديد العدد الفعلي المرغوب فيه ، من نوع معين من الأوراق المالية ، ثم تحرير أمر للوسيط بتنفيذ الصفقة . وهناك عدة أشكال ممكن أن تأخذها هذه الأوامر منها :

2-5-5-1- الكل أو لا شيء : يحتم هذا الشكل من الأوامر على الوسيط بيع أو شراء العدد المحـدد في الأمر كلية وإذا تعذر عليه ذلك يلغي الأمر نهائيا ، أي عدم تنفيذه جزئيا . وبالتالي ينبغي ، في هذه الحالـة ، على الوسيـط البحث عن الطرف الآخر (البائع أو المشتري) الذي يبحث عن نفس العدد أو أكثر من نفس نوع الورقة المالية موضوع الصفقة .

2-5-5-2- عدد من الأوراق في كل حصة : يستخدم هذا الشكل من الأوامر عندما يرغب المستثمر في تنفـيذ الأمـر على دفعات متناسبة ، من جهة ، مع العدد الكلي الذي يريد شراءه أو بيعه من الأوراق المالية ، ومتناسبة مع العدد الإجمالي المتداول في الحالات العادية في البورصة من جهة أخرى . وبذلك يحدد عدد الأوراق الواجب تبادلها في كل حصة . قد يرفق هذا الشكل بالشكل السابق لإرغام الوسيط على تبادل العدد المحدد في الدفعة كلية دون تجزئة أو غيرها من الشروط . من إيجابيات هذا النوع أنه يمنع حدوث إختلالات في التوازن ، خاصة إذا ما تعلق الأمر بأوراق غير نشيطة .

2-5-5-3- عدد من الأوراق خلال عدد من الحصص : على عكس النوع السابق فإن هذا الشكل لا يحدد العدد الواجب تداوله في كل حصة ، وإنما يحدد الأمر عدد الأوراق الكلي الذي يجب على الوسيط شراؤه أو بيعه خلال عدد معين من الحصص . بمعنى آخر ، يقوم المستثمر هنا بتعيين التاريخ الذي يجب على الوسيط أن يتم قبله تنفيذ الصفقة كلية دون تحديد عدد الأوراق لكل حصة ، حيث يترك ذلك لتقدير الوسيط للظروف السائدة في البورصة .

تعتبر هذه الصيغة أكثر مرونة من سابقتها ، ويمكن أن ترفق بخصوصيات أخرى ، كأن يضاف لها شرط يقضي بأن لا يقل عدد الأوراق في الدفعة عن حد معين . كما تجدر الإشارة هنا إلى أن الخصوصيات المتعلقة بعدد الأوراق الذي يرغب المستثمر في تداولها لها علاقة أيضا بمدة التنفيذ . إذ يمكن أن ينظر إلى أسلوب أو شكل " عدد من الأوراق خلال عدد من الحصص " على أنه البرنامج الزمني لتنفيذ أمر ما على عدة دفعات وفقا لما يتماشى وإمكانيات وتفضيلات المستثمر .

2-6- تكاليـف الأوامـر

على الرغم من أن تكاليف الأوامر أو معظمها يتحدد بالتفاوض بين الوسيط أو شركة البورصة أو البنك من جهة والمستثمر من جهة أخرى ، إلا أن هناك عددا من التكاليف يبقى ثابتا ومحددا مسبقا . كما تختلف هذه التكاليف من بلد إلى آخر ومن وسيط إلى آخر . وبصورة عامة فإن تنفيذ الأوامر ينطوي على نوعين من التكاليف ؛ تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة .

2-6-1- التكاليـف المباشـرة : بالنسبـة للتكاليف المباشـرة فتشتمل على تكاليف المعاملات إلى جانب تكاليف مباشرة أخرى .

- تكاليف المعاملات : هي عبارة عن تكاليف مباشرة تحسب انطلاقا من المبلغ الكلي للصفقة في شكل نسبة مئوية ، كما أنه في بعض البلدان مثل الولايات المتحدة الأمريكية فإن عدد الأوراق المتبادلة وكذا سعر الورقة يدمجان في حساب تكاليف المعاملات . ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا تعادل تكاليف المعاملات حوالي 4 % من قيمة الورقة . ومن أهم عناصر هذه التكلفة عمولة السمسرة ، الربح الذي يحققه صانع السوق للورقة المعنية (المتخصص أو التاجر) والذي يتمثل في الفرق بين السعر الذي اشترى به الورقة والسعر الذي يبيعه بها Bid-Ask Spread والذي يطلق عليه الهامش أو المدى . كما تتضمن تكلفة المعاملات أيضا الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع ، والضريبة ، والرسوم المستحقة للجنة الأوراق المالية والبورصة عن كل صفقة يتم إبرامها [هندي ، 1999 ، ص 161] .

أما في البورصات الفرنسية فإن هذه التكاليف أقل مما هي عليه في مثيلاتها الأمريكية ، كما أنها تختلف من شركة بورصة إلى أخرى . وعلى العموم فإن عمولة السمسرة تقدر بحوالي 0.65 % كما قد تصل إلى 1 % ، أما رسوم البورصة فتتمثل في حوالي 0.3 % من قيمة الصفقة إذا كانت هذه الأخيرة

تصل إلى مليون فرنك فرنسي ، وحوالي 0.15 % إذا تجاوزت المليون فرنك فرنسي ، بالإضافة على الرسم على القيمة المضافة [جبار ، 2002 ، ص 94-95] .

- التكاليف المباشرة الأخرى : لا تمثل تكاليف المعاملات سواء جزء من التكاليف المباشرة لتنفيذ الأوامر . فإلى جانب تلك التكاليف هناك المصاريف التي يدفعها المستثمر عن الأوامر الكسرية ، أي التي تحتوي على عدد من الأوراق ليس من مضاعفات الـ 100 إذا كان التعامل في البورصة يتم على مجموعات من الأوراق تتكون من 100 ورقة أو مضاعفاتها وهو الأمر الغالب في معظم البورصات . وهناك كذلك الفوائد على الأموال التي تقترض بغرض الاستثمار ، وأيضا الفوائد التي يدفعها المستثمر على عمليات الشراء غير النقدي .

أضف إلى ذلك الضرائب الشخصية على التوزيعات والفوائد وكذا الضرائب على الأرباح الرأسمالية . ذلك أن التفاوت بين معدلات الضريبة على التوزيعات وعلى الأرباح الرأسمالية قد يكون عاملا رئيسيا يدفع المستثمر لتوجيه أمواله إلى أسهم منشأة ما دون أخرى .

فعندما يكون معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل من مثيله على التوزيعات – وهو ما تأخذ به التشريعات في معظم الدول – يجد كبار المستثمرين بغيتهم في أسهم المنشآت التي لا تجري توزيعات لأرباحها الصافية ، أو تجري توزيعات لجزء ضئيل فقط من تلك الأرباح . وذلك على أساس أن الأرباح غير الموزعة سوف تنعكس على القيمة السوقية للسهم في صورة أرباح رأسمالية تدفع عنها ضريبة بمعدلات أقل ، بل قد لا تدفع عنها ضرائب إذا ما قرر حاملها عدم التصرف فيها بالبيع .

2-6-2- التكاليـف غـير المباشـرة : إلى جانب التكاليف المباشرة هناك أيضا التكاليف غير المباشرة والتي تتمثل في عائد الفرصة البديلة أو الضائعة ، أي العائد الذي كان يمكن أن يتحقق لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمار أخرى . إضافة إلى تكلفة الوقت والجهد المبذول في تقييم الأوراق المالية المحتمل الاستثمار فيها ، بل وتكلفة القلق الذي ينطوي عليه الاستثمار في هذا المجال . هذا وينبغي أن ينتبه المستثمر إلى أنه إذا كان هامـش مجمل الربـح المتوقع من صفقة ما صغـير نسبيا ، فإن هناك احتمال بأن تفـوق التكاليف المباشرة وغـير المباشرة قيمـة هذا الهامـش ، وبالتالي عليه أن يحجم عن إبرام هذه الصفقة [هندي ، 1999 ، ص 164] .

الفـصـل السـادس
عمليـات التسعـير في البورصـة

1- تحديـد الأسعـار في البورصـة

لا تختلف عملية تحديد الأسعار في البورصة عن مثيلتها في الأسواق العادية ، حيث يلتقي الباعة والمشترون للأصول المالية ويتنافسون في الحصول عليها ، وبذلك تتفاعل قوى العرض والطلب وتتحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية . وتتم هذه العملية بعدة تقنيات وعلى عدة مراحل .

1-1- تقنـيات التعامـل والتسعـير

سعـر البورصة هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية معينة أثناء إحدى الجلسات في البورصة ، والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة . وهناك العديد من تقنيات التعامل أو كما تعرف بتقنيات التسعير والتي تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية المختلفة . وتهدف تلك التقنيات في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعا ، والتي يمكن أن نذكر منها ما يلي :

1-1-1- طريقة Fixing : كما سبق وأن ذكرنا فإن تحديد السعر في البورصة هو نتيجة تقابل العـرض مع الطلب لورقة مالـية معينة ، هذا السعر الذي يسمح بتحقيق أكبر قـدر ممكن من الصفقات أو المعامـلات . وتنفذ أوامـر البيع وأوامـر الشراء بنفس السعر

الذي هو سعـر التوازن . وتسمى هـذه الطريقـة بطريقـة Fixing والتي يتم بموجبها تسجيل أوامـر البيع من أقل سعر إلى أكبر سعر ، أما أوامر الشراء فيتم تسجيلها من أكبر سعر إلى أقل سعر . وطبعا تكون كل الأوامر هنا عبارة عن أوامر السوق ، بمعنى عدم تحديد سعر محدد للشراء أو البيع . كما يمكن تجسيد هذه الطريقة من خلال منحنيات العرض والطلب ، وبالتالي يتم تحديد السعر عند نقطة تقاطع منحنى العرض مع منحنى الطلب .

1-1-2- طريقة المناداة : تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في صالة البورصة أو كما تسمى بمقصورة البورصة وتعقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض . فينادي الباعة بأعلى صوتهم عن ماهية الأوراق المالـية التي بحوزتهم مستعملين في ذلك بعض الألفاظ المتفق عليها . بنفس الطريقة تقريبا ينادي المشترون بأعلى صوتهم للتعبير عن استعدادهم لشراء نوع معين من الأوراق المالية مستعينين في ذلك بألفاظ متعارف عليها أيضا . وبذلك يخلق هناك عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به . وفقا لهذه الطريقة من التعامل والتسعير يتم تمرير كافة الأوراق المقيدة الواحدة تلو الأخرى . فبمجرد الوصـول إلى سعـر التوازن للورقة الأولى يمر المسعر " Coteur " ، وهو عبارة عن موظف لـدى سلطات البورصة ، إلى الورقة الثانية وهكذا حتى آخر ورقة يتم التعامل فيها بهذه الطريقة .

ونظـرا لكثرة المتعاملين المتدخلين في البورصـة فإن المعامـلات أصبحت تتم بين الوكلاء أو ممثلي الوسطاء الماليين باستعمال إشارات باليد والذراع للتعبير عن طبيعة الصفقة ، أي هل هي عملية بيع أو شراء ، وعن عدد الأوراق محل الصفقة وغيرها من المعلومات . وعادة ما يتم التفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشيطة ، أي الأكثر تداولا في البورصة . ومن أهم مزاياها الشفافية في التعامل ، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة .

1-1-3- التعامل بالأدراج : يتم التعامل وفقا لهذه الطريقة بصورة كتابية وليست شفوية ، كما هو الحال في الطريقة السابقة . حيث يخصص لكل ورقة مالية معينة درج ، وتسجل كافة الأوامر الخاصة بهذه الورقة المالية على بطاقة يتم وضعها في ذلك الدرج الذي يكون تحت تصرف وسيط مالي يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل في تلك الورقة . ومن هنا يصبح كل وسيط أو شركة بورصة متخصصا في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية ، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها . أما من ناحية كيفية إجراء العملية ، فتتم عن طريق قيام الموظف التابع للوسيط المختص بجمع كافة الأوامر المتعلقة

بالورقة المالية المعينة الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر المتبقية من الحصة السابقة ، والتي مازالت صالحة ، ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك .

1-1-4- **التعامل بالصندوق :** تتمثل هذه الطريقة في جمع وتركيز كافة أوامر الشراء والبيع الخاصة بورقة مالية معينة في صندوق واحد يكون تحت تصرف هيئة من هيأت سلطات البورصة وليس تحت تصرف وسيط مالي مختص كما هو الحال في الطريقة السابقة ، وبعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن . ويلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء ، البيع أو التبادل ، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي . هذه القرارات التي لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات البورصة كشركة البورصات الفرنسية SBF في حالة الصفقات التي تعقد هناك .

1-1-5- **التعامل بالمقابلة :** يتم من خلال هذه الطريقة تسجيل كافة عروض البيع وكافة طلبات الشراء الخاصة بورقة مالية معينة في سجل خاص بالإضافة إلى لقاء المتعاملين واتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات . وتؤدي مجموعة هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يعـرض بيعه ومقـدار ما يطلب شراؤه من الورقـة المالـية موضوع التعامل وكذا حدود الأسعار التي يتحدد من خلالها سعر التوازن . كما تسمح هـذه الطريقة بإجـراء عمليات المراجعـة أو الموازنة . ومن هنا ، يمكن القـول أن هذه الطريقـة تحتل مركز وسط بين الطريقة الشفوية (المتمثلة في التعامل بالمناداة) والطريقتين الكتابيتين السابق شرحهما .

وتجدر الإشارة إلى أنه حدث تطور كبير في طرق التعامل والتسعير ، وذلك بفضل التقدم والتطور التكنولوجي . حيث جهزت معظم البورصات في الدول المتقدمة بوسائل الإعلام الآلي ، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقـد بواسطة أطراف الحاسوب أو عن طريق الإنترنت دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله . كما أصبحت معالجـة الأوامر وتحديد سعر التوازن وتغييره وفقا لتغير ظروف السوق يتم عن طريق الإعلام الآلي ، مما وفر نوعا من الاستمرارية في التعامل بمجرد وصول أوامر العرض أو الطلب إلى البورصة .

بالإضافة إلى أن تدخل الوسطاء ، الذين أصبح لهم الحق بأن يكونوا طرفا في الصفقات ، من شأنه أن يوفر السيولة لكافة الأدوات المالية المتداولة ويؤدي إلى تنشيط البورصة . حيث أنه كلما قل العـرض أو الطلب على نوع معين من الأوراق المالية ، تجد هؤلاء الوسطاء يعملون على توفير الأوراق التي قل عرضها ، و شراء الأوراق التي زاد عرضها وقل الطلب عليها .

1-2- العوامـل المؤثـرة على سعـر الورقـة المالـية

كما هو معروف فإن أي مستثمر عقلاني عادة ما يقيم الأصول المالية على أساس ما تدره عليه مـن أرباح سواء في الأمد القريب أو المتوسط أو البعـيد . ومن هنا فإن هناك عدة عوامل مختلفة تؤثر على أسعار الأوراق المالـية . وتختلف هذه العوامـل المؤثرة على الأسعار باختلاف طبيعة تلك الأوراق المالية .

فإذا كانت هذه الأوراق المالية عبارة عن أسهم مثلا فإن أسعارها تتأثر أساسا بوضعية المنشأة ماضيا ، حاضرا ومستقبلا وخاصة الأرباح باعتبارها مصدر حصول المساهمين على عوائد أسهمهم ، أي عائـد الأموال المستثمرة من قبلهم . فبالنسبة للعوامـل المرتبطة بالمنشـأة فيمكن للمستثمر النظـر إلى أو الاهتمام بالنتائج المسجلة في السنوات السابقة ممثلة في التدفقات النقدية الداخلة ، معدلات الخصم المطبقة عليها ، توقعات المستثمرين المستقبلية ، معدل نمو المنشأة ، مبالغ الأرباح الموزعة ، الأرباح المحققة ، نسبة التمويل الذاتي ، تطور رقم الأعمال ، المردودية وخاصة مضاعف السهم ، والمتمثل في النسبة بين سعر السهم وعائده والمعروف بالرمز P. E. R. Price Earnings Ratio . والذي يعتبر بمثابة مقياس لثقة المستثمرين في شركتهم ، كما يعتبر مقياسا جيدا لسعر السهم المعني ، إذ كلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما ارتفع سعر السهم .

أما إذا تعلق الأمر بالسندات فإن العامل الأكثر تأثيرا على أسعارها هو سعر الفائدة ، وذلك على اعتبار أن المستثمر ينتظر من وراء اقتناء السندات الحصول في أغلب الحالات على عائد ثابت يتمثل في الفائدة . ومن هنا فإن المستثمر عادة ما يقيس مدى نجاحه في ذلك الاستثمار بما تقدمه السوق من فوائد على الأموال الموظفة في شتى المجالات والأدوات المالية . حيث يحقق حملة السندات أرباحا رأسمالية وفوائد كلما انخفض سعر الفائدة في السوق عن سعر الفائدة الذي تحمله سنداتهم ، وذلك لأن السندات الجديدة ستصدر بفائدة أقل من الفائدة التي يحصلون عليها من استثماراتهم في السندات القديمة ، الشيء الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعار سنداتهم في البورصة نتيجة زيادة الطلب عليها . والعكس صحيح في حالة ارتفاع أسعار الفائدة في السوق ، إذ يحقق حملة السندات القديمة خسائر نتيجة هذا الارتفاع ، وذلك بسبب نقص الطلب على سنداتهم وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية .

هذا بالإضافة إلى أن هناك بعض العوامل الخارجية التي من شأنها أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية سواء كانت في صورة أسهم أو سندات . تتمثل هذه العوامل أساسا في الظروف الاقتصادية السائدة بما في ذلك القوانـين الضريبية ، السياسات المالـية المنتهجة ، حالة التضخم ، البطالة ، معدل النمو الوطني ، الميل الحـدي للادخار لدى العائلات والأفراد ، الحروب والتوترات السياسية المحتملة في المنطقة ، ظروف النشاط الذي تعمل فيه المنشأة ، خاصة فيما يتعلق بالتطور التكنولوجي ومدى إقبال الزبائن على اقتناء منتجاتها .

أضف إلى ذلك العوامل النفسية للمستثمرين والتي تلعب دورا كبيرا في التأثير على تغير أسعار الأوراق المالـية . حيث يمكن أن يلاحـظ إقبال المستثمرين على التخلص مما لديهم من أوراق مالية

بمجرد سماعهم لمعلومات غير سارة ، في نظرهم ، مما يؤدي إلى زيادة العرض وبالتالي انخفاض الأسعار ، أو زيادة الإقبال على اقتناء بعض الأوراق المالية نتيجة معلومات سارة .

كذلك للمضاربـة دور كبير في التأثـير على أسعار الأوراق المالـية . إذ يقوم المضارب بالشراء عندما تنخفض الأسعـار لضعف الطلب وزيادة العـرض ، فهو بذلك يسعى بصورة غـير مباشرة إلى الزيـادة في الطلب وبالتالي رفع السعر . كما أن المضارب يقـوم بالبيع عندما ترتفـع الأسعار نتيجة قلـة العرض ، وهو بذلك يزيد من عرض هذه الأدوات المالية الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض سعرها تدريجيا .

2- تقيـيم الأسهـم العاديـة

كما سبـق وأن ذكرنا فإن للسهم عـدة قيم ؛ قيمة اسمية ، قيمة دفترية ، قيمة تصفوية ، وقيمة سوقية . وقد تناولنا مفهوم وكيفية قياس كل قيمة ، ما عدا القيمة السوقية . والسؤال الذي شغل بال الباحثين والمهتمـين هـو ما مدى قرب أو بعد هذه القيم عن القيمة الحقيقية للسهم ، وخاصة قيمته السوقية ؟ فالمستثمر في الأسهم العادية يهتم بتقييم أوراقه بغرض معرفة مردودية استثماراته في تلك الأسهم . لكي يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم في شأن شراء أو بيع ورقة مالية ما ، ينبغي أن تتوافر لديه المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية لها ، وهو ما يتطلب بدوره الوقوف على العوامل المحددة لتلك القيمة .

2-1- محـددات القيـمة السوقـية للسهـم

تتحدد المعلومات المطلوبة لاتخاذ قرارات الاستثمار من طرف المستثمر في الأسهم العادية ، على ضوء العوامل المحددة لقيمتها السوقية . وفي هذا الصدد يكاد يتفق الأكاديميين والممارسين على أن السعر الذي يباع به السهم في السوق يتحدد على ضوء القيمة السوقية للمنشأة ، والتي تتحدد بدورها على ضوء متغيرين أساسيين هما : التدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عن عملياتها ، أي صافي الربح بعد الضريبة مضافا إليه قيمة أقساط الإهتلاك ، والمعدل الذي تخصم به هذه التدفقات للوصول إلى قيمتها الحالية التي تعادل القيمة السوقية للمنشأة .

أ - التدفقات النقدية المتوقعة : بالنسبة لهذا المتغير ، المتمثل في التدفقات النقدية المتوقعة ، نجده يتأثر تأثرا مباشرا بمبيعات المنشأة وقدرتها على الرقابة على عناصر التكاليف . هذا وإذا كانت الرقابة على عناصر التكاليف تتوقف إلى حد كبير على عوامل من داخل المنشأة ذاتها ، فإن حجم المبيعات يتأثر بالعوامل الداخلية إضافة إلى العوامل الخارجية . ويأتي في مقدمة العوامل الخارجية الظروف العامة للصناعة والتي من بينها حدة المنافسة بين المنشآت المكونة لها ، ومدى استقرار أو تغير الطلب على

منتجاتها . كذلك هناك الظـروف الاقتصادية العامة من كسـاد أو رواج أو تضخم ، وهي بالطبـع ظروف عامـة تتأثر بها كافـة المنشآت ولكن يكون ذلك بدرجات متفاوتة . وأخـيرا لا يمكن تجاهل الظروف الدولية ، والتي قد يكون لها تأثير قـوي على اقتصاد الدولة المعنية ، وهو تأثير يمتد في النهاية إلى التدفقات النقدية للمنشآت العاملة بها .

ب - معدل الخصم : يعتبر معدل الخصم هو المتغير الثاني المحدد للقيمة السوقية للمنشأة ، والذي يتمثل في الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه المستثمر ، الذي يوجه أمواله للاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها المنشأة المعنية . ويتحدد هذا المعدل على ضوء ثلاث متغيرات أساسية هي : معدل الفائدة الحقيقي ، ومعدل التضخم ، ومعدل العائد المطلوب لتعويض مخاطر الاستثمار .

يقصد بمعدل الفائدة الحقيقي ذلك العائد المطلوب والذي يعوض المستثمر عن مجرد حرمانه من استغـلال أمواله لتحقيق إشباعات أو منافع حاضرة ، نتيجة لتوجيه تلك الأموال إلى الاستثمار . حيث يعتبر هذا العائد في حقيقته تعويضا للمستثمر عن عنصـر الزمن ، طالما أنه يرتبط بتأجيل تحقـيق إشباع من أموال يمتلكها . وتقدر قيمة ذلك التعويض بمعدل العائد الذي كان يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه وجه أمواله إلى مجالات لا تتعرض لمخاطر إطلاقا ، أي مجالات خالية من المخاطر Risk Free . ويعتبر العائد على أذونات الخزينة التي تصدرها الحكومة والتي عادة ما لا تتجاوز فترة استحقاقها السنة من أحسن الأمثلة عن العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ، أي مثالا للمعدل الحقيقي للفائدة .

هذا وتؤكد بعض الدراسات [Haley & Schall, 1979, pp. 66-70] على أن معدل الفائدة على أذونـات الخزينة التي تصدرهـا الحكومة لا يمكن أن يكون ثابتا ، إذ يتحـدد وفقـا للسياسة النقديـة التي يحكمها حجم الطلب وحجـم العرض على النقود . وهو ما يعني بعبارة أخرى أن الظروف الاقتصادية العامة في الدولة تعـد محددا حاسما لمعـدل الفائـدة الحقيقي ، ومعـدل العائـد المطلوب على الاستثمار بالتبعية .

أما العامل الثاني المؤثر على المعدل المطلوب على الاستثمار فهو معدل التضخم ، أو ما يطلق عليه بتأثير فيشر Fischer Effect ، والذي عادة ما يتضمنه معدل الفائدة في السوق . ومن هنا فإن معدل الفائدة في السوق ليس هو معدل الفائدة الحقيقي ، ولكنه عبارة عن معدل اسمي يتضمن في جزء منه ما يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر التضخم . وكما هو معروف أن مخاطر التضخم قد تتولد عن الظروف الاقتصادية في الدولة ، أو قد تنجم عن تأثير الظروف الاقتصادية السائدة في دول أخرى تربطها بالدولة المعنية علاقات تجارية .

أما المتغير الثالث المحدد للعائد الذي يطلبه المستثمرين فيتمثل في معدل العائد الذي يكفي للتعويض عن مخاطر توجيه أموال المستثمر لشراء أسهم المنشأة ، والذي يتوقف على حجم مخاطر

الأعمال Business Risk ، كما يتوقف على حجم المخاطر المالية . وهذين النوعين من المخاطر يرجعان أساسا إلى ظروف المنشأة وظروف الصناعة التي تنتمي إليها [هندي ، 1999 ، ص 211-214] .

2-2- المعلومـات المؤثـرة على القيـمة السوقـية للسهـم

إذا كانت القيمة السوقية للسهم تتحدد على ضوء متغيرين أساسيين يتمثلان في التدفقات النقدية المتوقعة من عمليات المنشأة ، والمعدل الذي تخصم به هذه التدفقات ، فإن هذين المتغيرين بدورهما يتحددان على ضوء الظروف السائدة في داخل المنشأة ، وفي داخل الصناعة التي تنتمي إليها . هذا فضلا عن الظروف الاقتصادية العامة السائدة في الدولة المعنية والتي تتأثر بدورها بالظروف الدولية . تترجم هذه الظروف الخارجية والظروف الداخلية للمنشأة في شكل معلومات يستفيد منها المستثمرون من أجل بناء قراراتهم .

2-2-1- الظـروف العالمـية

يقصد بالظروف العالمية في هذا الصدد المعلومات المتاحة عن الحروب أو التوترات المحتملة في منطقة ما ، أو تغيرات سياسية أو اجتماعية أو اقتصادية في دولة معينة . مثل هذه الأحداث عادة ما تترك آثارا على اقتصاد دول أخرى ، ويكون لها بصمات على حركة رؤوس الأموال بها . وإذا كانت هذه المعلومات في صورتها العادية قد لا تسمح للمستثمر العادي من أن يستخلص منها العبر والنتائج ، فإن هناك محللين وخبراء المال الذين عادة ما ينشرون وجهات نظرهم ، من خلال الصحف والمجلات المتخصصة ، بشأن تأثير تلك الأحداث على اقتصاد الدولة وقطاعات الأعمال بها ، بل وتأثيرها على الأوراق المالية التي تصدرها منشأة ما .

2-2-2- الظـروف الاقتصاديـة المحلـية

إذا كانت الحالة الاقتصادية في الدولة تتأثر بما يجري في العالم من أحداث ، فإنها تتأثر كذلك بمتغيرات من داخل الدولة ذاتها . ومن بين الأحداث الداخلية درجة النمو الاقتصادي في الدولة ، مستوى التضخم ، اتجاه سعر الفائدة ، الدورات الاقتصادية ، ونسبة البطالة ... وغير ذلك من الأحداث . كل هذه الأحداث من شأنها أن تؤثر على التدفقات النقدية المتوقعة للمنشأة ، وكذلك على المعدل الذي على أساسه يتم خصم هذه التدفقات . ومن هنا فإنه يصبح من المتوقع أن تكون هناك علاقة واضحة بين الحالة الاقتصادية في الدولة وبين أسعار الأوراق المالية المتداولة في أسواقها .

2-2-3- ظـروف الصناعـة

على الرغم من أن الظروف الاقتصادية العامة في الدولة تؤثر على كافة الصناعات ، إلا أن مدى وعمق ذلك التأثير يختلف من صناعة إلى أخرى . بتعبير آخر يمكن القول أن الصناعات المختلفة المكونة للنشاط الاقتصادي لدولة ما تتفاوت فيما بينها من حيث تأثرها بالأحداث الاقتصادية بصفة عامة . فمثلا صناعة السيارات تختلف عن صناعة إنتاج الكهرباء وعن صناعة بناء المساكن من حيث تأثرهم بما يجري من أحداث اقتصادية .

هـذا التباين في تأثـير الظروف الاقتصادية يرجع في الأساس إلى عوامل في داخل الصناعة نفسها . ومن الأمثلة على تلك العوامل مدى اعتماد الصناعة على العنصر البشري مقارنة بمدى اعتمادها على التجهيزات الرأسمالية ودرجة التقدم التكنولوجي ، الفرص المستقبلية لتنمية المنتجات ، المنافسة مع صناعات أخرى تنتج سلعا بديلة ، والمنافسة مع شركات الصناعة نفسها ... وغير ذلك من العوامل . ومن هنا يمكن القول أن للمعلومات المتاحة عن تلك الأمور تأثير على قرارات الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت المكونة لتلك الصناعة .

2-2-4- الظـروف الداخلـية للمنشـأة

تتبايـن المنشآت فيما بينها حتى وإن كانت تنتمي إلى نفس الصناعة أو نفس القطاع . ومن بين نقاط التبايـن المستوى التكنولوجي للعمليات ، التنظيم ، المركـز التنافسي ، هيكل التمويـل ، وهيكل رأس المال ... وما شابه ذلك . وعادة ما تتفوق المنشأة في مجال أو مجالات معينة دون غيرها ، إذ من الصعب إيجاد منشأة تتفوق على كافة المنشآت في كافة المجالات .

طبعا كل هذه المعلومات السابق ذكرها ، سواء تعلقت بالظروف الدولية أو المحلية أو ظروف القطاع الصناعي الذي تعمل فيه المنشأة ، وحتى الظروف الخاصة بالمنشأة نفسها ، لو أتيحت للمستثمر لأمكنه المفاضلة بشكل معقول بين الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت المختلفة . وطبعا في الدول التي بها أسواق رأس مال قوية ، لا يجد المستثمر صعوبة في الحصول على هذه المعلومات من مصادر مختلفة وبالمجان أو بتكلفة ضئيلة جـدا . ويأتي في مقدمة هذه المصادر الصحف المتخصصة في شئون المال والأعمال ، المطبوعات الصـادرة عن مكاتب الدراسات والاستشارات الاقتصادية ، تقاريـر المنشآت ، منشورات بيوت السمسرة ، والمطبوعات الحكومية ... إلخ.

3- طـرق تقيـيم الأسهـم العاديـة

لتقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم ، يصبح لزاما على المستثمر تقدير الربحية المستقبلية للسهم . وعليه فإن سعر السهم في البورصة يتحدد وفقا لتقديرات المتعاملين لتلك النتائج المحققة والتي يمكن أن يعبر عنها بواسطة التدفقات النقدية ، الأرباح المحققة من قبل المنشأة و/أو الأرباح الموزعة على المستثمرين ، وغيرها من العوامل التي سبق شرحها ، والتي يمكن استخدامها في الحصول

على القيمة الحالية للسهم بغرض تقييمه . وفي هذا الصدد توجد عدة طرق تستخدم في عملية تقييم الأسهم أو تقدير قيمتها الحقيقية تختلف باختلاف الجهة المهتمة بالتقييم وكذلك الغرض من هذا التقييم ، سنقتصر فقط على الطرق التالية :

3-1- تقيـيم الأسهـم بواسطـة الأربـاح الموزعـة

يقوم نموذج التوزيعات ، الذي تم إعداده من قبل مديلياني وميلر Modigliani & Miller ، على أن القيمة الحقيقة للسهم ينبغي أن تساوي القيمة الحالية للمكاسب التي يتوقع المستثمر أن يحصل عليها نتيجة ملكيته لذاك السهم ، والتي تتمثل في التوزيعات المتوقعة . ويمكن حساب ذلك عن طريق استخدام المعادلات الرياضية التالية :

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + ... + \frac{D_t}{(1+K)^t} \qquad (1-6)$$

حيث أن :

P_0 : قيمة السهـم في الفترة 0 (أي بداية الفترة).

K : معدل العائد الذي يتوقعه الملاك على استثماراتهم .

D_t : تمثل التوزيعات المنتظرة في السنوات t .

ومن هنا يمكن القول أن تكلفة الأسهم العادية تعبر عن معدل الخصم أو معدل العائد المطلوب الذي يجعل القيمة الحالية لكل التوزيعات المنتظرة ، من امتلاك هذا السهم ، مساوية لسعره السوقي في فترة زمنية معينة .

ونظرا لكون نشاط المنشأة مستمر عبر الزمن ، والتوزيعات كذلك تكون مستمرة طوال فترة حياة المنشأة ، فإنه يمكن إعادة صياغة المعادلة السابقة لتصبح كالتالي :

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + ... + \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty} \qquad (2-6)$$

وبعد ذلك تصبح :

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+K)^i} \qquad (3-6)$$

تشير هذه المعادلة إلى الصيغة العامة لنموذج التوزيعات ، ولكن يمكن اشتقاق ثلاث معادلات لتعكس الحالات التي ممكن أن تكون عليها أوضاع المنشأة والتوزيعات . المعادلة الأولى تعكس حالة اللانمو ، أي عدم وجود نمو في التوزيعات على الإطلاق ، المعادلة الثانية تعكس حالة النمو الثابت للتوزيعات ، أما المعادلة الثالثة فتعكس حالة النمو غير الثابت .

3-1-1- حالـة عـدم وجـود نمـو للتوزيعـات

لتحديد سعر السهم اعتمادا على الأرباح الموزعة نأخذ الحالة المتطرفة ، والتي تقوم فيها الشركة بتوزيع كل الأرباح المحققة ، بمعنى أنه يفترض أن يكون معدل التوزيع 100 % ، وكذلك بافتراض أن المساهم والحالة هذه يحتفظ بالسهم لفترة واحدة (سنة على الأكثر) . اعتمادا على هاتين الفرضيتين فإن نموذج تحديد سعر السهم يكون كالتالي :

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K} + \frac{P_1}{1+K} \Rightarrow P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1+K} \qquad (4-6)$$

حيث أن :

P_1 = سعر السهم في نهاية الفترة T_1 .

وعنـد إلغاء الفرضية الثانـية ، حيث تصبح مـدة الاحتفاظ بالسهـم هي t ، فان النمـوذج يصبح كالتالي :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+K)^t} + \frac{P_t}{(1+K)^t} \qquad (5-6)$$

حيث تحسب القيمة الحالية للأرباح الموزعة وكذلك القيمة الحالية لسعر السهم في آخر الفترة (مدة الاحتفاظ بالسهم) والمجموع يكون هو سعر السهم الحالي . هذا في حالة الاحتفاظ بالسهم لمدة محددة تساوي (t) أما في حالة كون المدة لا نهائية فيصبح سعر السهم عبارة عن القيمة الحالية لمجموع الأرباح الموزعة :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t} \qquad (6-6)$$

وذلك لأن سعـر السهـم يصـبـح متكونـا من الأربـاح الموزعـة وإمكانية وجـود أربـاح تصفويـة [Van Horne , 1983, pp 26-28] .

ونظرا لأن هذه الحالة تفترض ثبات أرباح السهم العادي عبر الزمن ، أي أن تكون الأرباح الموزعة متساوية في جميع السنوات . وبعد إجراء بعض التغيرات الحسابية والرياضية تصبح المعادلة كالتالي :

$$P_0 = \frac{D_1}{K} \qquad (7-6)$$

أو على الشكل التالي :

$$K = \frac{D_1}{P_0} \qquad (8-6)$$

ولكن يؤخذ على هذه المعادلة أن :

1- أرباح الشركة لن تكون ثابتة

2- من غير المنطقي أن لا تقوم الشركة باحتجاز جزء من أرباحها

هذا بالإضافة إلى أن المنشآت الناجحة عادة ما تنمو فيها التوزيعات باستمرار عبر الزمن ، وذلك بسبب اتساع أعمالها وازدهارها .

3-1-2- حالـة النمـو الثابـت للتوزيعـات

كما سبق شرحه من خلال المقارنة بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية ، فإن الأرباح الموزعـة على الأسهم العادية ليست كالأرباح الموزعة على الأسهم الممتازة أو الفوائد العائدة للديون أو السندات ، وذلك لأن الأربـاح الموزعة على الأسهم العادية لا يتوقع أن تبقى ثابتة ؛ حيث غالبا ما يكون لها معدل نمـو (فهي معرضـة للارتفاع أو الانخفاض) ، وهـذا ما يجعل تحديـد قيمة الأسهم العادية أكثر تعقيـدا [Block and Hirt , 1984, p 260] . فالأرباح الموزعة ترتفع وتنخفض ، أو قد تبقى ثابتة أو تتغير بشكل عشوائي فهي عبارة عن تابع للتغيرات الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر في نشاط الشركة وبالتالي في قراراتها المالية .

الحالة الأولى تفترض وجود نمو ثابت في التوزيعات التي تقوم بها المنشأة . وقد تم وضع نموذج لمعالجة هذه الحالة سمي بنموذج جوردن Gordon نسبة للباحث الذي وضعه . ويفترض هذا النموذج أن التوزيعات التي يتحصل عليها المستثمر أو المساهم تنمو نموا سنويا ثابتا بمعدل قدره g ، وعليه تصبح المعادلة الرياضية لحساب القيمة الحقيقة للسهم كالتالي :

$$D_t = D_0 (1+g)^t \qquad (9-6)$$

حيث أن :

g : معدل نمو الأرباح الموزعة .

وبالتعويض عن قيمة D_t في المعادلة رقم 1 نجد :

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+K)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+K)^2} + ... + \frac{D_0(1+g)^t}{(1+K)^t} \qquad (10-6)$$

وبافتراض أن K > g وأن g ثابتة فيمكن تبسيط المعادلة كما يلي :

$$P_0 = \frac{D_1}{K - g} \qquad (11 - 6)$$

ومنـه نجـد أن :[1]

$$P_0 = \frac{d_0\,(1+g)}{K - g} \qquad (12 - 6)$$

من خلال إعادة تنظيم معادلة أو نموذج تحديد سعر السهم عن طريق قيمة الأرباح الموزعة ، وبافـتراض أن هذه الأربـاح الموزعة تظـل ثابـتة إلى الأبـد فإنه يمكن استنتاج تكلـفة الأسهـم العاديـة The Cost of Equity Capital كما يلي :

$$K = \frac{D}{P_0} \qquad (13 - 6)$$

أما في حالة افتراض نمو الأرباح بمعدل مقداره (g) فإنه يمكن استنتاج K ، حيث نجد أن :

$$K = \frac{D_1}{P_0} + g \qquad (14 - 6)$$

<u>مثال 1</u> : فلو نفـرض ، مثـلا ، أنه لدينا شركـة مساهمة X سعر بيـع أسهمها في السـوق يقـدر بمبلـغ 700 د.ج ، ولنفرض كذلك أن معدل نمو الأرباح الموزعة المتوقع هو 5 % ، وأن الأرباح الموزعة هي 100 د.ج . إذن تكلفة الأسهم العادية بالنسبة إلى العائد المتوقع على هذه الأسهم هي :

$$K = \frac{100\,(1+0.05)}{700} + 0.05 = \frac{105}{700} + 0.05 = 0.2 = 20\,\%$$

3-1-3- حالـة النمـو المتغـير للتوزيعـات

من خلال النموذجين السابقين ، يتضح أن التحليل كان مبنيا على أساس فرضيتين أساسيتين وهما : قيمة سنوية ثابتة للأرباح الموزعة لمدة غير محددة (للأبد) ، والفرضية الثانية هي أن هذه الأرباح الموزعة تنمو بمعدل سنوي ثابت وكذلك للأبد . طبعا هذا التحليل ما هو إلا تبسيط للواقع العملي لمنهج الأرباح الموزعة ، ولكن يمكن تغييره وإدخال بعض التعديلات عليه حتى يصبح يعكس بصورة أكثر دقة الواقع المعقد لعملية توزيع الأرباح .

---

[1] من أجل البرهان والتبسيط الرياضي أنظر : [Stephen Lumby, 1984, pp. 187-189]

أما بالنسبة إلى تقدير g فتوجد طريقتان أساسيتان ؛ أولهما أن يؤخذ متوسط معدلات نمو الأرباح الموزعة خلال السنوات الماضية وتفترض أن هذا المعدل سيبقى دون تغيير في المستقبل . كما أنه يمكن تعديله كلما استدعت الضرورة ، حتى يأخذ في الحسبان معلومات إضافية والتي من شأنها أن تؤدي إلى الاقتناع بأن معدل النمو خلال السنوات السابقة سوف لن يعكس معدل النمو في المستقبل .

<u>مثال 2 :</u> فمثلا لو نفرض أن شركة مساهمة Y كانت أرباحها الموزعة بالنسبة لكل سهم خلال عدد معين من السنوات كالتالي :

السنـــــوات	الأرباح الموزعة / للسهم الواحد
t_{-4}	80 د.ج
t_{-3}	90 د.ج
t_{-2}	95 د.ج
t_{-1}	105 د.ج
t_0	120 د.ج

إذن نصيب كل سهم من الأرباح الموزعة قد تزايد عبر السنوات الأربعة الماضية من 80 دج في السنــة t_{-4} إلى 120 دج في السنــة t_0 . هذا يمثل متوسط معدل نمو سنوي g كما يلي :

$$80(1+g)^4 = 120$$

$$1+\mathbf{g} = \left(\frac{120}{80}\right)^{\frac{1}{4}} = 1.1067$$

$$g = 1.1067 - 1 = 0.1067 = 10.67\ \%\ .$$

أما الطــريــة الثانيــة ، فــقــد تــم وضــعــهــا مــن طــرف الإقتصــادي الأمــريــكي " مايرون جوردن Myron Gordon " لمعالجة وتحليل أساس نمو الأرباح الموزعة ، وكذلك لمحاولة اشتقاق معدل للنمو مستقبلا ، بدلا من مجرد عملية نشر لمعدل النمو في الماضي extrapolate . وينطلــق " جوردن Gordon " من فكرة أن نمو الأرباح الموزعة يكون نتيجة للنمو في مستوى استثمار الشركة في مجالات ومشاريع مربحة . وعلى هذا الأساس فإن معدل الاستثمار هذا يصبح هو العامل الأول الذي يحدد جزئيا معدل نمو الأرباح الموزعة . أما العامل الثاني لتحديد معدل نمو الأرباح فهو حتما معدل العائد الناتج عن هذه المشاريع . وعلى هذا الأساس وبعد القيام بمجموعة من الفرضيات ، فإنه يمكن تقديم

نموذج مبسط من أجل اشتقاق أو استنتاج قيمة معدل نمو الأرباح الموزعة . والفرضيات الأساسية التي يمكن تقديمها هي :

1 - أن رأس مال الشركة كله أسهـم عاديـة .

2 - الأرباح المستبقـاة هي المصدر الوحـيد لتمويـل الاستثمـارات .

3 - نسبة ثابـتة مـن الأربـاح الصافـية تحتجـز كل سنـة من أجـل إعادة الاستثمـار .

4 - المشاريـع الممولـة عن طريـق الأربـاح المحتجـزة تنتـج عائـدا سنـويا ثابـت .

اعتمادا على هذه الفرضيات وإذا كان (b) هو عبارة عن النسبة الثابتة للأرباح المحتجزة كل سنـة ، وأن (r) هو متوسط معدل العائد للمشاريع التي تعمل فيها الشركة ، فإن معدل نمو الأرباح الموزعة يمكن تقديره على أساس أنه rb . بمعنى أن $rb = g$.

مثال 3 : فلو نفرض مثلا أن نسبة ثابتة مقدارها (b) من عوائد كل سنة (E_t) تقوم الشركة بإعادة استثمارها من أجل الحصول على معدل عائد ثابت مقداره (r) ، فإننا نلاحظ أن :

$$E_1 = E \qquad (15-6)$$

$$E_2 = E_1 + rb\,E_1 = E_1 (1 + rb) \qquad (16-6)$$

$$E_3 = E_2 + rb\,E_2 = E_1 (1 + rb) + rb\,E_1 (1 + rb)$$

$$E_3 = E_1 (1 + rb)(1 + rb)$$

$$E_3 = E_1 (1 + rb)^2$$

$$E_n = E_1 (1 + rb)^{n-1} \qquad (17-6) .$$

حيث أن : E هي عبارة عن العوائد السنوية Annual Earnings .

ومن خلال هذا التحليل نجد أن الأرباح الموزعة سنويا تكون :

$$D_1 = (1 - b) E_1 \qquad (18-6)$$

$$D_2 = (1 - b) E_2 = (1 - b) E_1 (1 + rb)$$

$$D_3 = (1 - b) E_3 = (1 - b) E_1 (1 + rb)^2$$

$$D_n = (1 - b) E_n = (1 - b) E_1 (1 + rb)^{n-1} \qquad (19-6)$$

وهكذا تنمو الأربـاح الموزعة كل سنة بقيمة تساوي (1 + rb) زيادة عن أرباح السنة التي سبقتها . ومن الناحية العملية وأخذا بعين الاعتبار الفرضيات المقدمة فإنه يمكن تقدير كل من b و r كالتالي :

$$b = \frac{Earnings - Dividends}{Earnings} \quad (20-6)$$

$$r = \frac{Earnings}{BV} \quad (21-6)$$

حيث أن :

Earnings : العوائد المنتظرة

Dividends : الأرباح الموزعة

BV : القيمة الدفترية لرأس المال المستخدم .

ومن هنا يصبح نموذج نمو التوزيعات كالتالي :

$$P_e = \frac{d_1}{k_e - rb} \quad (22-6)$$

ولكن ما يمكن ملاحظته هو أن هذا النموذج يمكن تطبيقه فقط بالنسبة للمنشآت التي يكون هيكل رأسمالها متكون كله من أسهم عادية ، وذلك لأن إدخال الديون ضمن هيكل رأس المال في عملية التحليل من شأنه أن يحدث مشكلات فيما يخص الإبقاء على ثبات كل من r ، b و g .

2-3- تقيـيم الأسهـم بواسطـة التدفـقات النقديـة

عادة ما يتم تقييم أي أصل من الأصول المالية على أساس القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي تنتـج عن ذلك الأصل . فقيمة الأسهم مثلا تمثل القيمة الحالية للتوزيعات المنتظر الحصول عليها مستقبلا . هذا ويمثل التدفق النقدي الصافي كافة التدفقات الداخلة مطروحا منها التدفقات الخارجة التي سببها الاستثمار المعني . وعليه فإن الفرق الأساسي بين معيار صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية ومعيار الأرباح الموزعة بالنسبة للمستثمر هو أن الأول يأخذ بعين الاعتبار القيمة السوقية للأصل بعد إهتلاكه بينما لا يأخذها المعيار الثاني في الحسبان ، وذلك على اعتبار أن الأرباح الموزعة على حملة الأسهم هي عبارة عن تدفق دائم وأبدي طالما أن المنشأة مستمرة في نشاطها .

وكما هو معروف فإن القيمة الحالية ترتكز في حسابها على مفهوم الخصم الذي تخضع له التدفقات النقدية حتى تصبح لها دلالة اقتصادية . وهذا راجع إلى مفهوم القيمة الزمنية للنقود والتي تعني أن أي مبلغ من النقود متوفر لدى المستثمر اليوم أفيد له من نفس المبلغ بعد مدة زمنية ، وذلك بسبب عامل التضخم الذي أصبح الميزة السائدة للاقتصاديات الحديثة .

وعليه وحتى يتسنى لأي مستثمر تقييم الأسهم التي بحوزته فإنه يجب أن يقوم بتقدير التوزيعات التي ينتظر أن يحصل عليها في السنوات القادمة ثم يقوم بخصمها بسعر خصم معين من أجل تحديد قيمتها الحالية ، التي يمكن مقارنتها ببدائل استثمارية أخرى من أجل اتخاذ قراراته الاستثمارية .

3-3- تقيـيم الأسهـم بواسطـة الأربـاح المحققـة

من خصائص الأسهم العادية هي أن يكون لها نصيب من الأرباح المحققة من قبل المنشأة في حالة واحدة فقط والمتمثلة في تحقق هذه الأرباح وقرار المنشأة بتوزيع هذه الأرباح أو جزء منها . هذا يعني أن توزيع الأرباح غير إجباري بل هو اختياري متروك لقرار المنشأة ، حيث يمكنها توزيع كل الأرباح المحققة أو جزء منها أو عدم توزيعها على الإطلاق . وبالتالي فإنه عادة ما ينظر إلى عدم توزيع الأرباح المحققة أو جزء منها على أنه إعادة استثمارها لصالح المساهمين .

ومن هنا يمكن استعمال مؤشر الأرباح المحققة من قبل الشركة لتقييم أسهمها ، باعتبار أن تلك الأرباح هي مصدر الأرباح الموزعة على حملة الأسهم ، كما أنها تعبر عن مدى نجاح الشركة في السوق وقدرتها على المنافسة [جبار ، 2002 ، ص 40-41] .

ويمكن التعبير عن الأرباح الموزعة D_t بواسطة الأرباح المحققة E_t مع الأخذ بعين الاعتبار أن المنشأة أعادت استثمار جزء من أرباحها بالعلاقة التالية :

$$D_t = E_t - I_t \qquad (23 - 6)$$

حيث يعبر I_t عن مقدار الأرباح التي أعيد استثمارها .

وتعتبر حالة احتجاز جزء من الأرباح المحققة داخل المنشأة من أجل إعادة استثمارها الحالة الشائعة الوقوع في الحياة العملية . فإذا كانت هذه السياسة متبعة على مدى حياة المنشأة فإنه يمكن القول أن قيمة الأرباح الموزعة تصبح مرتبطة بهذا العامل ، أي الفرق بين الأرباح المحققة من قبل المنشأة ومقـدار ما قامت باحتجازه بغـرض إعـادة استثماره كل سـنة . وبالتالي تصبـح قيمتها هي عبـارة عن القيـمة الحالـية لتلك الفروق خلال السنوات القادمة . ويمكن التعبير عن هذه الفكرة رياضيا بالعلاقة التالية [جبار ، 2002 ، ص 41] :

$$V_0 = \frac{\overline{E_1} - \overline{I_1}}{1+r} + \frac{\overline{E_2} - \overline{I_2}}{(1+r)^2} + \frac{\overline{E_3} - \overline{I_3}}{(1+r)^3} + \ldots\ldots\ldots \qquad (24 - 6)$$

حيث تمثل

V_0 قيمة الشركة المعنية

$\bar{E}$ الأرباح المقدرة أو المتوقعة

$\bar{I}$ مقدار الأرباح المحتجزة بغرض إعادة الاستثمار

r معدل الخصم .

ومن هنا يمكن القول أن قيمة المنشأة والمتمثلة في قيمة مجموع أسهمها تتوقف على مقدار الأرباح المنتظر تحقيقها من جهة وعلى مقدار ما تعيد استثماره من جهة أخرى . نفس مبدأ التحليل يمكن تطبيقه على حالة تقييم السهم ، حيث تتوقف قيمته على ما ينتظره حملة الأسهم من أرباح قد تتحقق من طرف منشأتهم .

وكخلاصة لما تقدم فيما يخص تقييم الأسهم فإنه يمكن الإشارة إلى نقطتين أساسيتين ؛ تتمثل الأولى في معدل الخصم الذي يستعمل للحصول على القيمة الحالية للتدفقات النقدية من أرباح محققة أو أرباح موزعة أو غيرها من التدفقات . فكما لاحظنا من خلال التحليل السابق وفي كل الحالات تقريبا تم خصم التدفقات من أجل الوصول إلى القيمة الحالية باستعمال معدل خصم معين . ويعرف معدل الخصم في الأدبيات الاقتصادية على أنه عبارة عن معدل العائد المنتظر من الاستثمارات البديلة والتي تنطوي على نفس المستوى من المخاطر . كما يضيف بعض الاقتصاديين مثل Sharpe في هذا الصدد أن المعدل المناسب لخصم تدفقات مستقبلية من الأرباح أو الأرباح الموزعة بغرض تحديد القيمة الحالية للسهم هو معدل العائد المنتظر من أصل ذو مخاطر مشابهة لتلك التي تخص الورقة المعنية بالتقييم .

ولكن تكمن صعوبة تحديد معدل الخصم في كونه يتعلق بتحديد مستوى المخاطر الذي يختلف من أصل لآخر ، أي من سهم لآخر ومن فترة لأخرى ومن شخص لآخر . ولكن وبصفة عامة ونظرا لأن المستقبل يتصف بظروف عدم التأكد وبالتالي فإن الخطر الذي يتعرض له استثمار معين لا يمكن عزله عن الأخطار التي بقية الاستثمارات .

أما النقطة الثانية فتتمثل في كون أن عملية تقييم الأسهم ومهما اختلفت الطرق المتبعة في ذلك فإنها تؤدي إلى نفس النتيجة باعتبار أن الأرباح الموزعة هي جزء من الأرباح المحققة وأن صافي التدفقات النقدية ما هي إلا صورة من صور النتائج المحققة من قبل المنشأة [جبار ، 2002 ، ص 43] .